HONG KONG MONETARY AUTHORITY
香港金融管理局

貨幣與金融穩定情況
半年度報告

2018年9月

本報告分析2018年2月底至2018年8月底期間的統計資料。

貨幣與金融穩定情況半年度報告
2018年9月

目錄

1. 概論

貿易緊張局勢持續及全球貨幣政策背馳的風險，相信會是全球經濟前景面臨的兩個最大威脅。前者可能會打擊營商信心、影響投資及降低生產效率，而後者或會推動美元持續走強，對新興市場經濟體的金融穩定構成風險。至於東亞方面，雖然貿易緊張局勢的影響尚未反映於增長數據中，但資本外流及貨幣貶值的壓力已經顯現。

自3月以來，港元匯率逐步轉弱，弱方兑換保證於4月、5月及8月被觸發27次。儘管如此，港元仍大致在弱方兑換保證匯率7.85水平附近暢順有序地交易。2018年上半年，貸款總額繼續穩步增長，樓價持續上升，成交亦保持暢旺。

鑑於中美貿易衝突、美國加息步伐及地緣政治風險引致的不確定性增加，銀行應保持警覺，留意資金外流加速的風險及對本地利率的相關影響。特別在企業槓桿水平持續上升的情況下，銀行應審慎評估這些風險因素如何影響其公司貸款的信貸風險。

外圍環境

2018年上半年，全球增長依然強勁，但各國之間的增長勢頭不及以往同步。在順週期財政政策及樂觀情緒的支持下，美國經濟繼續穩步增長。然而，歐元區及日本的經濟活動於今年年初出乎意料地轉差，其後於第2季雖有所改善，但增長表現仍較2017年遜色。先進經濟體之間的增長差異擴大，令市場擔心美國以外的其他先進經濟體於過往兩年的週期性上行勢頭已經見頂。此外，意大利及英國的政局不明朗，亦令歐洲的短期增長前景蒙上陰影。

在全球經濟增長步伐愈見參差的背景下，美國與主要貿易夥伴之間的貿易緊張局勢升溫，令全球經濟復甦面臨打擊的風險正在增加。自今年初以來，美國政府對多種進口產品徵收或威脅徵收關税，促使全球多個國家採取報復措施。與此同時，美聯儲繼續推進資產負債表及利率政策正常化，導致美國長期國債收益率上升及美元轉強，觸發投資者憂慮上述發展對新興市場經濟體造成的溢出效應。自4月中旬以來，這些憂慮導致主要新興市場經濟體的金融市場波動加劇，從新興市場經濟體股市指數下跌、以及一些基本面較弱或政治風險較高的新興市場經濟體面對的資金外流及貨幣貶值壓力有所增加，可見一斑。

展望未來，貿易緊張局勢持續及全球貨幣政策背馳的風險，相信會是全球經濟前景面臨的其中兩個最大威脅。貿易局勢惡化或會影響營商信心、投資及生產效率。與此同時，全球貨幣政策長期背馳或會推動美元持續走強，不利於新興市場經濟體的金融穩定。

東亞方面，雖然中國內地與美國之間的貿易衝突不斷升級的影響尚未反映於增長數據中，但區內資本外流及貨幣貶值壓力浮現，與中國內地的生產鏈關係密切的經濟體尤為明顯。持續的貿易衝突將對東亞地區的前景構成多重挑戰。儘管美國加徵關税對該地區出口貿易的直接影響預計可控，但貿易戰對投資者信心的損害可能會對經濟帶來更大的破壞。若經濟增長放

緩，央行需要謹慎地調整貨幣政策以維持平衡：一方面要透過寬鬆貨幣政策支持經濟增長，另一方面又要透過收緊措施遏制資本外流。隨著下行風險及不確定性上升，東亞經濟體可能會在短期內面對更波動的市況，而經濟動能亦會減弱。在區內眾多經濟體中，基本面較為強勁、外部頭寸較為穩健及財政政策空間較大的經濟體或能較好地應對相關挑戰。

中國內地方面，經濟增長在2018年第1季大致保持穩定。但其後在當局收緊地方政府融資活動的環境下，基建投資增長顯著減少，經濟增長在第2季有所放緩。然而，因勞工市場情況穩健及消費者情緒樂觀，消費增長依然強勁。展望未來，雖然增加值較高的製造業及服務業增長堅挺，將繼續為短期增長前景帶來支持。但在中美貿易衝突升級的情況下不確定性因素有所增加，令內地當局在促進結構性改革、維持金融穩定與支持經濟適度增長方面面臨更大挑戰。

於回顧期內，內地當局繼續透過緊縮措施控制金融風險。受這些舉措影響，物業價格(尤其一線城市的物業價格)趨於穩定，這對於金融穩定非常重要，因為物業價格的急劇變化可能對企業違約風險產生顯著的影響(詳情請參閱第24頁專題1)。在政府去槓桿化的過程中，債券違約的數量有所增加，但相關債券佔整體非金融債券的比重仍然相當小。在股票及外匯市場，近幾個月投資者情緒轉差，反映市場對貿易衝突的擔憂。然而，大概在穩定的經濟環境支持下，期內資本外流有限。

本地經濟

與2017年下半年相比，香港經濟於2018年上半年仍然保持強勁增長。今年上半年的實質本地生產總值較去年下半年增長2.4%，處於長期平均水平之上。然而，實質本地生產總值的按年增長率於上半年內變得波動，由第1季4.6%的顯著增幅，降至第2季3.5%的較慢增幅，與2017年下半年大致穩定的增長情況形成強烈對比。具體而言，私人消費於第1季錄得大幅增長，但於第2季有所放緩。隨着中美貿易衝突升溫導致市場情緒轉差，對外貿易表現於第1季強勁復甦後，於第2季有所放緩。

預期本地經濟於2018年餘下時間將繼續保持增長，但步伐會較上半年有所放緩。雖然貿易緊張局勢升級(特別是美國與中國內地之間的貿易摩擦)或會拖累香港的出口表現，但本地生產總值的其他組成部分，包括私人消費、樓宇及建造活動，以及其他服務輸出，預計將會支持經濟增長。就2018年全年而言，政府預測實質本地生產總值增長介乎3至4%，而私營機構分析師的最新增長預測平均為3.6%。

隨着中美貿易衝突加劇，經濟增長的下行風險與幾個月前相比已經增加。雖然估計貿易衝突透過傳統貿易渠道對香港的短期影響有限，但本地經濟或會透過其他渠道受到影響，以致本地經濟所面對的整體負面影響可能會擴大。舉例來說，經濟不確定因素增加可能會對宏觀經濟及金融狀況產生影響(參閱專題2)。除貿易保護主義之外，前述的基準經濟前景還面對其他不確定因素或風險。它們主要包括各大央行的貨幣政策正常化、中國內地在金融去槓桿化下的經濟表現以及國際資金流的潛在波動等。

本地通脹於2018年上半年輕微上升，但是仍處於溫和的水平。由於外部及本地價格均面臨壓力，所以通脹動力微升。與此同時，勞工市場進一步趨緊，失業率下降至2.8%，是20多年來的最低水平。展望未來，由於全球通脹壓力增加以及早前新簽訂的本地私人住宅租金增長所帶來的傳遞效應，預計本地通脹壓力於2018年餘下時間將會輕微上升。

貨幣狀況及資金流動

主要受套息交易活動增加所帶動，港元兑美元現貨匯率自3月以來逐步轉弱，弱方兑換保證於4月、5月

及8月被觸發共27次。自4月12日首次被觸發以來，金管局於弱方兌換保證水平向銀行合共買入1,035億港元（截至8月底數字）。因此，銀行體系總結餘從3月底的1,797億港元減少至8月底的764億港元。儘管如此，港元仍大致在弱方兌換保證匯率7.85水平附近暢順有序地交易。

港元銀行同業拆息自第2季以來普遍回升，反映市場對美國加息的預期升溫、弱方兌換保證觸發後銀行同業流動性減少、以及受新股集資活動及季節性的流動資金需求所支持。在半年結時的新股認購活動期間，隔夜港元銀行同業拆息飆升至3.0%，其後於7月中旬一度回調至近期低位0.08%，然後於8月底回升至0.9%左右。與此同時，隨着港元銀行同業拆息上升，零售銀行的融資成本自第2季以來出現更大的上升壓力，綜合利率由3月底的0.38%上升至7月底的0.63%。另一方面，儘管港元銀行同業拆息有所上升，下半年新造按揭貸款的平均利率仍在按當前最優惠利率釐定的上限2.15%附近徘徊。

隨着美國貨幣政策正常化進程持續，港元利率無可避免會維持上升趨勢。同時，港美息差或會繼續刺激套息交易活動而導致資金流出。資金流出港元，是香港利率正常化的必經過程，亦是聯繫匯率制度下的正常運作。銀行體系持有大量外匯基金票據，銀行可以利用這些票據在貼現窗取得港元流動資金，這可有效緩衝利率過於波動的情況。金管局亦隨時準備透過調較外匯基金票據的發行量以提供額外流動性，以應對資金可能出現急劇流出港元的情況。

隨着美國與中國內地的貿易摩擦加劇，離岸人民幣和在岸人民幣兌美元匯率自6月中旬以來急劇貶值，並打斷了離岸人民幣和在岸人民幣兌美元匯率於2018年首五個月的穩定走勢。隨着逆周期因子被重新逐步引入在岸人民幣兌美元的中間價定價機制，人民幣匯率已於8月再度穩定下來。此外，自6月中旬以來的貶值壓力亦導致離岸人民幣對在岸人民幣在大多數時間呈現折讓，但差價按歷史標準而言仍屬適度。儘管現貨匯率市場顯著波動，中美貿易摩擦尚未對離岸銀行同業市場的資金狀況造成不良影響。隔夜離岸人民幣香港銀行同業拆息於2018年首八個月大多維持在4%以下。與此同時，在個人及企業客戶的人民幣存款帶動下，回顧期內，香港的離岸人民幣資金池繼續增長。人民幣即時支付結算系統的日均成交金額持續處於高位。展望未來，香港離岸人民幣市場的發展取決於市場在中美貿易摩擦籠罩下對人民幣匯率走勢的預期，以及內地的宏觀金融狀況。儘管如此，預期香港的離岸人民幣業務將受惠於內地持續開放資本帳、股票與債券的互聯互通發展、以及「一帶一路」與「粵港澳大灣區」倡議下推動的區內經濟合作。

資產市場

隨著貿易衝突升級，貨幣政策正常化進一步加快，香港股市於回顧期內面對的壓力逐漸增加。儘管在新加坡的美朝峰會舉行過後，朝鮮半島地緣政治的緊張形勢有所緩解，但市場焦點迅速轉移至中美貿易方面的緊張局勢。與此同時，隨著全球經濟的增長動力不斷增強，各大央行加快推進貨幣政策正常化，對利率構成上升壓力，影響全球各地的收益率曲線。不利的貿易及貨幣狀況造成的綜合負面影響導致本地股票價格急劇下跌。然而，展望未來，雖然市場前景仍極不明朗，但估值吸引，可能引發投資者趁低吸納，特別是市場若從目前的水平進一步調整則更是如此。專題3探討長線機構投資者以價值為出發點的買賣策略對本地股票市場的影響。

今年上半年債券基金的資金流出仍在繼續，這是由於主權及非主權部門的收益率上升導致其表現欠佳。儘管如此，港元債務市場在此期間仍錄得顯著增長。除認可機構外，債務市場的增長頗為全面。展望未來，推行三年試點債券資助先導計劃及政府綠色債券計劃等多項政府措施，預計會刺激本地債券發行。相比之下，截至2018年第2季，離岸人民幣債務市場已連

續六個季度錄得萎縮。雖然近期一級市場活動有所回升，但中期發展前景仍面臨重大不確定因素，包括對人民幣匯率預期的變化，在岸與離岸融資成本的差距，以及內地當局推動經濟去槓桿化的舉措，而中美貿易戰亦進一步增添不利因素。

香港的住宅物業市場於上半年保持活躍。在經濟環境穩健及按揭貸款利率低企的環境下，樓價持續上升，成交亦保持暢旺。然而踏入第三季，樓市開始出現放緩跡象。由於報告期內樓價升幅超過家庭入息，置業負擔能力進一步趨緊。

為解決土地及房屋供應問題，政府委任的土地供應專責小組邀請持份者就土地供應方案及其他與土地供應有關的問題提出意見。政府亦於6月底公佈6項房屋政策新措施，當中包括修訂資助出售房屋的定價政策、透過改撥若干私營房屋發展用地來增加公營房屋供應，以及對空置一手私人住宅單位徵收「額外差餉」。

由於住宅物業市場正受着各種因素所影響，其前景並不明朗。一方面，當前就業及收入狀況向好，或會繼續支持住宅物業的需求。但另一方面，樓市有可能面臨一些阻力。特別是如果中美貿易緊張局勢持續或加劇，正面的市場情緒或會急速逆轉。加上美國貨幣政策正常化進程持續，銀行融資成本會隨之上升，本地按揭利率最終亦會趨升。事實上，銀行已於8月份上調新批出按香港銀行同業拆息釐定的按揭息率上限，藉此調高實際按揭息率。此外，長遠而言，由於政府致力解決土地及房屋短缺問題，住宅物業供應量有望增加，房屋供求缺口或會收窄。

銀行業表現

零售銀行的盈利於2018年上半年持續改善，稅前經營溢利按年大幅增長24.8%。這主要受惠於淨利息收入大幅增加（受淨息差擴闊推動）及貸款減值撥備有所減少。同時，回顧期內資產質素按歷史標準衡量維持良好。

銀行的資本狀況持續穩健，2018年6月底，本地註冊認可機構的綜合總資本比率輕微上升至19.4%的高水平。為增強香港銀行對系統性風險的抵禦能力，自2019年1月1日起，香港逆週期緩衝資本比率將由現時的1.875%提高至2.5%。

銀行體系的流動性於2018年上半年維持充裕。儘管短期香港銀行同業拆息因弱方兑換保證被觸發及與新股集資活動相關的需求而明顯上升，但主要由於零售存款利率維持在相對較低水平，零售銀行的港元融資成本按歷史標準衡量仍然處於低位。由於第1類機構的平均流動性覆蓋比率及第2類機構的平均流動性維持比率於2018年第2季分別上升至156.6%及51.3%，遠高於其法定最低要求，故按《巴塞爾協定三》標準衡量，認可機構的流動性狀況整體表現穩健。此外，作為其中一項《巴塞爾協定三》流動性要求，穩定資金淨額比率的實施有助加強銀行以足夠穩定的資金支持其業務的能力，並減低其中長期資金風險。

儘管全球經濟環境不明朗因素增加，但銀行貸款於2018年上半年繼續穩步增長。本地貸款（包括在香港境內使用的貸款及貿易融資）及在香港境外使用的貸款分別增長5.4%及5.1%，而前6個月則分別為5.6%及4.6%。因此，所有認可機構的貸款及墊款總額於2018年上半年繼續穩定增長5.3%，與2017年下半年錄得的增速一致。由於回顧期內貸款總額增長快於存款增長，所有認可機構的貸存比率由6個月前的73.0%上升至2018年上半年的75.7%。

於本地貸款中，公司貸款以半年計於2018年上半年持續穩定增長5.4%，而個人債務增長則由2017年下半年的6.5%放緩至2018年上半年的5.3%。儘管個人債務增長放緩，但2018年第2季的家庭負債佔本

地生產總值的比率由去年第4季的70.3%微升至71.2%。儘管如此，我們的評估發現，香港家庭部門作為一個整體擁有穩健的資產負債表，資產淨值對負債比率以及安全資產（存款）對負債比率均處於較高水平，反映家庭部門有強大的緩衝，可抵禦潛在的金融及經濟衝擊。

專題4（見第64頁）根據香港銀行的數據以實證方式分析貸款組合集中度對銀行信貸風險的淨影響。總體而言，實證結果表明，銀行的甄選及監察能力或能因集中借貸予某些行業而得到提升，而其效益可緩解相關的集中度風險。分析得出的關鍵含義是，貸款集中度增加所帶來的潛在專門效益亦應納入考慮因素，以便更中肯地評估銀行貸款組合的信貸風險。

鑑於中美貿易衝突、美國加息步伐及地緣政治風險引致的不確定性增加，銀行應保持警覺，留意資金外流加速的風險及對本地利率的相關影響。特別在企業槓桿水平持續上升的情況下，銀行應審慎評估這些風險因素如何影響其公司貸款的信貸風險。

《*貨幣與金融穩定情況半年度報告*》由香港金融管理局研究部職員編製。

2. 全球環境及展望

全球增長整體保持強勁，但各國之間的增長勢頭不及以往同步；美國的經濟數據繼續表現理想，其他主要先進經濟體則呈現週期性擴張或已見頂的跡象。隨着美國與其貿易夥伴之間的貿易緊張局勢升溫，貿易摩擦帶來的溢出風險令新興市場經濟體的增長前景受壓。加上美聯儲持續推進貨幣政策正常化，新興市場經濟體於第2季度出現大幅資金外流。在此背景下，全球經濟前景面臨眾多不明朗因素。美國近期宣布或實施關稅，加上貿易夥伴(尤其是中國內地)可能採取反制措施，都增加了貿易戰全面爆發的風險。與此同時，美國經濟表現優於其他主要先進經濟體，可能會延長全球貨幣政策背馳的局面，帶動美元走強，不利新興市場經濟體的金融穩定。中期而言，因財政刺激措施的效力減退及通脹壓力上升，美國經濟或未能維持過往一年的增速。

儘管中國內地與美國之間的貿易衝突迫在眉睫，但2018年上半年東亞的增長動力保持穩定。然而，區內資本外流及貨幣貶值壓力浮現，與中國內地的生產鏈關係更為密切的經濟體尤為明顯。隨著貿易戰爆發的可能性增加，東亞面臨多重阻力。儘管預期貿易戰對區內出口構成的直接影響有限，但對投資者信心的損害可能會為經濟帶來更大的破壞。各央行可能需要審慎地調整政策以維持平衡；一方面支持經濟增長，另一方面遏止資本外流。在此背景下，基本面較為強勁、外部頭寸較為穩健及財政政策空間較大的經濟體，相信會較有能力應對相關挑戰。

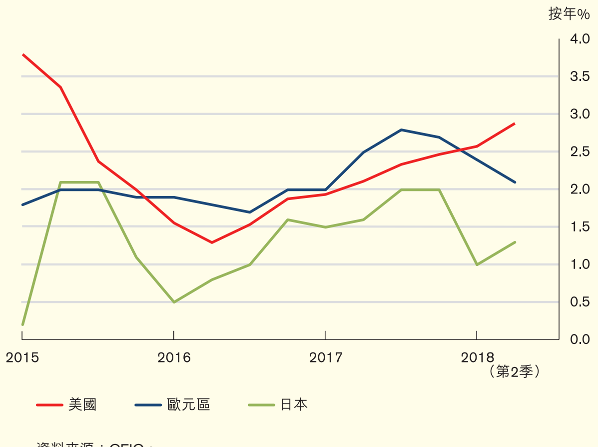
中國內地方面，2018年上半年，增長動力大致維持穩定。儘管增加值較高的製造業及服務業快速增長，將可能為短期增長前景帶來支持，但在中美貿易衝突升級的情況下，不確定性有所增加，令當局於持續增長與結構性改革之間取得平衡方面面臨更大挑戰。回顧期內，一線城市的樓價因推行收緊措施而大致保持穩定。銀行繼續收緊對風險較高(譬如產能過剩行業的企業)的借款人的貸款審批標準，最近非正式融資活動的縮減增加了小型企業的融資壓力，因此人民銀行推出幾輪定向寬鬆措施，以支持銀行向小型企業提供貸款。內地股市及人民幣的市場情緒轉差，但由於經濟環境穩健，資本外流有限。

2.1 外圍環境

2018年上半年，全球增長維持穩健，部分得益於自2016年開始的全球週期性上行勢頭得以延續，以及美國近期實施的財政刺激措施。然而，儘管美國經濟在寬鬆財政政策的推動下維持穩健的擴張步伐，但歐元區及日本於第2季繼續錄得緩慢增長，令市場擔心美國以外的其他國家的週期性擴張可能已見頂(圖2.1)。此外，由於預期意大利將籌組民粹主義政府，幾個歐元區周邊國家的國債收益率於5月底急

升，而英國「硬脫歐」風險再現令英鎊自6月以來受壓，均突顯在持續的政治不明朗因素影響下，歐洲經濟復甦的脆弱性。

圖 2.1
部分先進經濟體的實質國內生產總值增長



資料來源：CEIC。

在全球經濟增長步伐不及以往同步的背景下，美國與其主要貿易夥伴(包括歐盟、加拿大、墨西哥及中國內地)之間的貿易緊張局勢出現明顯升溫，可能會打擊全球經濟復甦。自2018年初以來，美國政府進一步加強貿易保護主義措施，對多種進口產品徵收或威脅徵收關稅，當中包括鋼材及鋁、中國內地的高科技產品及歐盟的汽車(表2.A)。受針對的國家繼而宣布對一系列美國出口產品實施報復性關稅。[1]與此同時，有關北美自由貿易協定的重新談判仍然存在變數。8月底，美國與墨西哥政府宣布達成雙邊貿易協議以取代北美自由貿易協定，但特朗普政府同時威脅倘若加拿大不同意新的貿易框架，將向加拿大的汽車徵收關稅。加拿大最終會否作出讓步以與美國重新談判，仍然有待觀察。

表 2.A
美國於2018年的部分貿易措施

日期	貿易措施
1月22日	宣布對進口洗衣機及太陽能電池板徵收關稅
3月22日	基於301條款調查，表示有意列出清單，向高達600億美元的中國內地產品徵收關稅
3月23日	向世界貿易組織(世貿組織)提交有關與中國內地就知識產權保障進行磋商的請求
	對進口鋁徵收10%的關稅及對進口鋼材徵收25%的關稅生效，但對部分國家(包括加拿大、墨西哥及歐盟)給予臨時豁免
4月3日	繼3月22日的宣布後，公布一份向1,333種中國內地產品考慮徵收25%關稅的清單
5月23日	啟動對進口汽車及汽車零部件的第232條款調查，特朗普政府計劃將這些產品的關稅提高至25%
5月29日	繼於4月3日發布1,333種產品擬議清單後，宣布對價值約500億美元的中國內地商品徵收25%的關稅，該批商品被認為具有「對工業重要的技術」
6月1日	結束對歐盟、加拿大及墨西哥的鋼材及鋁的關稅豁免
6月15日	發布修訂清單，對約值500億美元的中國內地產品徵收25%關稅，並由7月6日起分兩個階段實施
7月6日	對價值340億美元的中國內地商品徵收25%關稅
7月11日	發布另一份價值2,000億美元的中國內地產品清單，將對這些產品徵收10%關稅
8月1日	表示有意就於7月11日公布的2,000億美元中國內地進口商品清單徵收25%關稅(而非此前提出的10%)，將公開徵詢意見至9月6日
8月7日	根據6月15日公布的關稅清單，將對價值160億美元的中國內地進口產品徵收25%的關稅，自8月23日起生效
8月27日	宣布向進口自中國內地的鑄鐵污水管及某些鋼制輪轂分別徵收反傾銷稅及反補貼稅

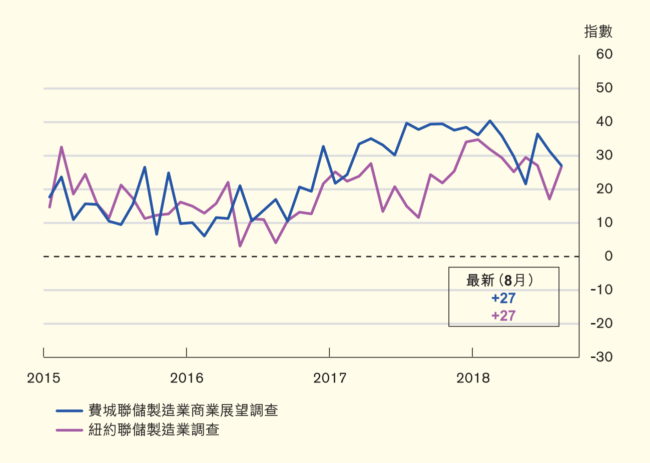
資料來源：金管局職員彙編資料。

中美全面貿易戰一觸即發，對全球經濟前景構成重要下行風險。鑑於全球供應鏈緊密結合，對某個國家的出口徵收進口關稅，可能會對參與該國生產鏈的其他經濟體產生第二輪影響。[2]長遠而言，上調進口關稅可能會令生產成本或消費者價格上漲，導致滯脹(與負面供應衝擊造成的影響相似)。其他經濟溢出效應，如出口相關行業職位流失及貿易政策不確定性增加令商業投資減少，可能導致資源錯配及生產力下降。舉例而言，美國貿易政策的不確定性或已打擊當地營商信心。7月美國聯邦公開市場委員會會議紀錄指出，在12個美聯儲區域中，部分區域的製造商已縮減其資本開支計劃；亦有部分製造商表示，倘若全球貿易緊張局勢持續，將打算縮減其資本開支計劃(圖2.2)。

[1] 美國及歐盟於7月底宣布，雙方將在磋商新的安排以降低貿易壁壘期間暫停加徵新關稅，但談判結果是否有助緩解美國與歐盟之間的貿易衝突，仍然有待觀察。

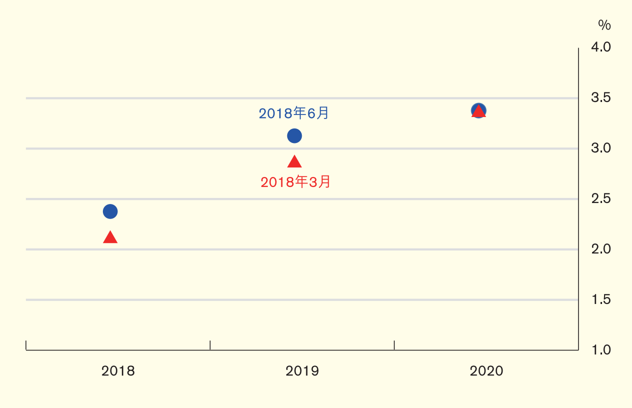
[2] 例如，根據經濟合作暨發展組織貿易增加值(TiVA)數據庫的數據，在2011年中國內地的總出口增值總額中，國外成份佔三分之一以上。

圖 2.2
部分美聯儲地區未來 6 個月商業資本開支計劃指數



資料來源：CEIC。

圖 2.3
經濟預測摘要的聯邦基金利率預測：2018 年 6 月與 3 月比較



資料來源：聯儲局。

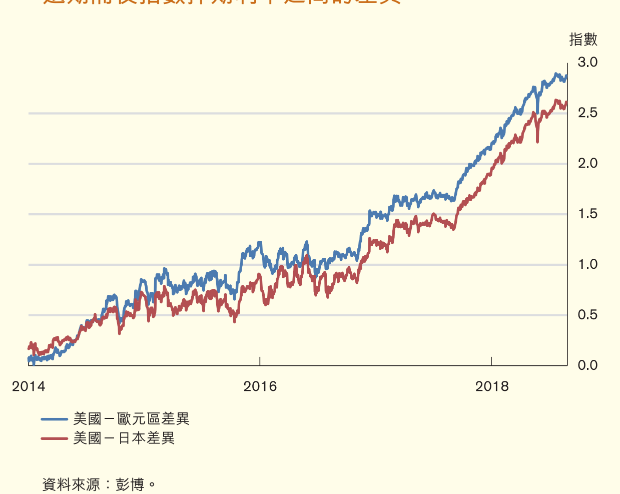
與此同時，全球各地的宏觀經濟基本面分化，導致主要先進經濟體的貨幣政策持續背馳。美國方面，受惠於就業增長強勁，以及可支配收入因近期推行的減稅措施而上升，私人消費開支繼年初短暫回軟後顯著回升。再加上強勁的商業投資，利好 2018 年上半年美國經濟增長表現，按季以年率計的實質國內生產總值於第 2 季錄得 4.2% 的強勁增長。勞工市場進一步收緊，失業率於 7 月份降至 3.9%，而全美獨立企業聯盟 (NFIB) 的實際就業薪酬指數亦於 5 月創歷史新高。在閒置資源減少的情況下，按年核心消費物價指數通脹率由第 1 季的 1.9% 加快至 7 月份的 2.4%，而進口關稅可能會令通脹壓力進一步增加。鑑於估計勞工市場現況較均衡水平緊絀及通脹轉強，美聯儲認為這些狀況可大致抵銷下行風險，例如源於貿易緊張局勢的風險，故上述狀況為美聯儲繼續推進資產負債表正常化及進一步逐步加息提供支持。在 2018 年的首五次會議中，美聯儲分別兩次加息 25 個基點（6 月份的最新舉措將利率目標區間提高至介乎 1.75% 至 2%），並繼續推進資產負債表正常化。根據最新的經濟預測摘要，美國聯邦公開市場委員會預期將於 2018 年下半年再加息兩次（圖 2.3）。

另一方面，自 2018 年第 1 季以來，歐元區的經濟增長已出現放緩跡象，一方面可歸因於臨時因素（例如惡劣天氣）；另一方面，歐元區經歷數年投資力度不足，供應層面的限制日益浮現亦是箇中原因。然而，儘管勞工市場漸趨緊絀，且工資成本呈現上升跡象，但歐元區的核心通脹仍然低迷，於第 2 季僅徘徊在 1%。在此背景下，歐洲央行於 6 月份宣布有意於年底前結束資產購買計劃，同時強化有關政策利率的前瞻指引，表示至少在 2019 年夏季之前都會避免加息。同樣，在日本，儘管勞工市場狀況相當緊絀，但工資增長依然低迷，反映即使日本央行最近調整收益率曲線控制政策，允許 10 年期日本國債收益率由其零利率的政策目標向上移動約 20 個基點，超過此前允許的 10 個基點範圍，但日本央行的量化寬鬆計劃在不久的將來很有可能仍將持續。與此同時，面對位於收益率上限之下的債券市場，日本央行採取較此前更為積極的管理方式。截至目前為止，儘管日本央行有所轉變，但投資者仍然持謹慎態度，而 10 年期日本國債收益率仍遠低於 0.2% 的限定水平。

由於歐洲央行及日本央行未來可能維持寬鬆的貨幣政策立場，正如 1 年遠期隔夜指數掉期利率之間的差異（圖 2.4）所反映，利率市場預期美國與歐元區之間、以及美國與日本之間的政策利率差異日益擴闊。在全球貨幣政策仍然背馳的情況下，短期內美元或會面臨

上行風險，而這或會導致全球金融狀況收緊，不利於新興市場經濟體。不過，中期而言，由於財政刺激措施的的效力減退及通脹壓力上升，美國於過往一年錄得的強勁增長可能無法持續。[3] 在增長放緩及通脹上升的共同作用下，美聯儲長期貨幣政策前景或會更添變數。

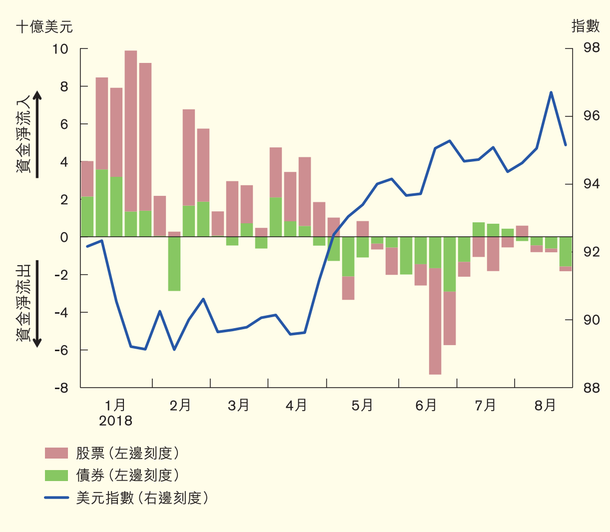
圖 2.4
(1) 美國與歐元區之間以及 (2) 美國與日本之間 1 年期遠期隔夜指數掉期利率之間的差異



資料來源：彭博。

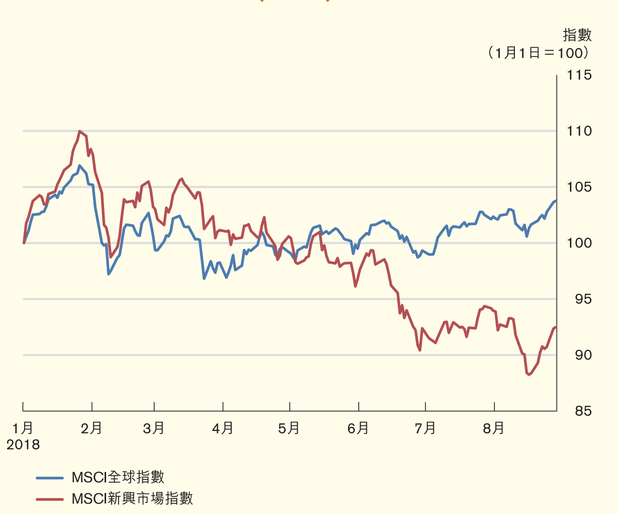
自第2季以來，主要先進經濟體以外的經濟體的增長所面臨的下行風險亦在上升。隨著美聯儲繼續推進資產負債表及政策利率正常化，美國長期國債收益率上升，美元走強。截至8月底，美元指數由2月份的年內低位反彈7%，而10年期美國國債收益率從年初至今上升45個基點。全球金融狀況因而收緊，導致新興市場經濟體面對的資金外流壓力在5月及6月有所增加（圖2.5），並觸發部分基本面較弱或面臨國內政治問題的新興市場經濟體（如阿根廷、土耳其及巴西）的貨幣於第2季兑美元錄得雙位數的貶值幅度。為應對匯率壓力，包括阿根廷、墨西哥及土耳其在內的幾個主要新興市場經濟體的央行於近幾個月相繼提高政策利率。隨着特朗普政府就貿易議題發表越趨尖鋭的言論，金融市場自6月重新評估貿易衝突對新興市場經濟體的潛在影響，新興市場經濟體股市的表現較先進經濟體遜色（圖2.6），而商品價格（以基準CRB BLS指數衡量）亦由6月中旬的高位下跌約9%。

圖 2.5
新興市場經濟體資金流向及美元指數



資料來源：Datastream及EPFR。

圖 2.6
摩根士丹利資本國際(MSCI)全球及新興市場指數



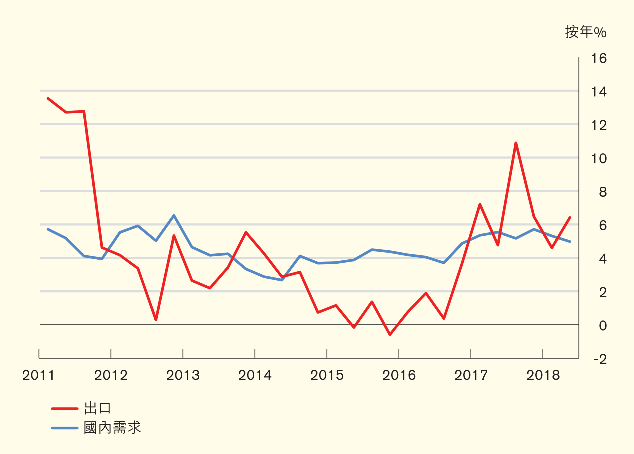
註：MSCI全球指數及MSCI新興市場指數分別涵蓋先進經濟體及新興市場經濟體的股票市場。這兩個指數的基數已經重新調整，於2018年1月1日訂為100。
資料來源：Datastream。

[3] 根據6月份經濟預測摘要，美國聯邦公開市場委員會成員預計，美國的實質國內生產總值增長將由2018年的2.8%放緩至2020年的2.0%，而同期核心私人消費通脹率預計將由2.0%上升至2.1%。

由於與美國的緊張關係升溫，土耳其於8月出現金融市場動盪，觸發新興市場經濟體的資產拋售潮。土耳其高企的通脹、巨額經常帳赤字及巨大的外匯風險敞口令投資者感到憂慮，導致土耳其里拉於8月份貶值達26%。避險情緒蔓延至各類新興市場經濟體資產。8月中旬，MSCI新興市場指數跌至一年多以來的低位，而經濟基本面較弱的新興市場經濟體（例如阿根廷及南非），其貨幣均顯著貶值。雖然對金融市場的大規模連鎖影響尚未出現，但土耳其的情況若進一步惡化，可能會對新興市場經濟體的資金流向構成巨大壓力。

東亞經濟體[4]在2018年上半年維持穩步增長，美國與中國內地的貿易戰所帶來的影響暫未反映在整體增長數據上。儘管外部需求已經較表現強勁的2017年有所放緩，但仍推動區內經濟。與此同時，本地需求亦繼續支持增長（圖2.7）。


圖2.7
東亞：國內需求及出口

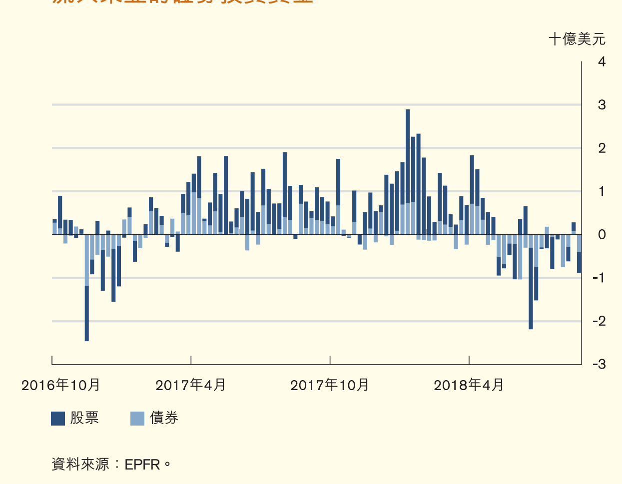


註： 該圖顯示印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、南韓及泰國的國民賬戶當中國內需求及出口的加權平均增長。
資料來源：CEIC及國際貨幣基金組織。

在穩健增長及國際油價上漲的背景下，近幾月許多東亞經濟體的核心消費物價通脹率溫和上升，但大部分國家的通脹仍低於其長期平均水平。區內部分設有通脹目標的央行（例如南韓央行）繼續面臨通脹率低於目標中位數的挑戰。

儘管實質經濟活動穩定，但自第2季以來，由於貿易緊張局勢加劇及美國國債收益率飆升，該地區金融市場變得更為波動。自6月初以來，該地區的股票價格顯著下跌，而本幣主權債券收益率亦有所上升。隨著區內出現自2016年底以來最大規模的證券資金流出，資金外流壓力日增，區內資產價格面臨下行壓力（圖2.8）。

圖2.8
流入東亞的證券投資資金

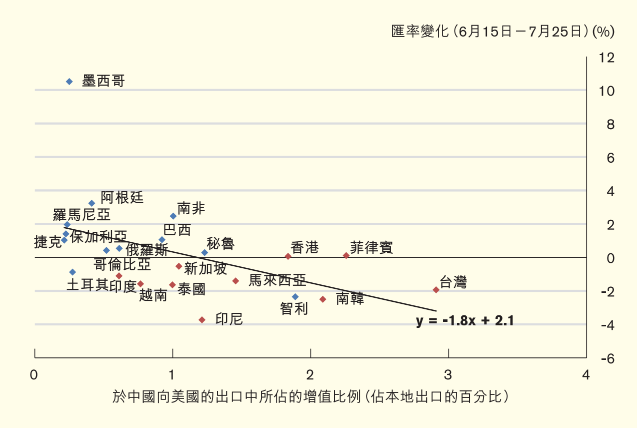


資料來源：EPFR。

美國與中國內地之間貿易衝突加劇的威脅，已經令東亞及其他新興市場經濟體的貨幣受壓，而對於與中國內地生產鏈關係較為緊密的經濟體而言，貶值壓力更為顯著。自特朗普政府在6月中旬提出對價值約2,500億美元的中國內地進口產品徵收關稅並落實當中部份徵稅措施以來，在中國內地對美國出口的增值貢獻較大份額的台灣和南韓等經濟體的貨幣貶值幅度較大，而在中國內地生產鏈中參與程度較低的新興市場經濟體所受到的影響相對較少（圖2.9）。

[4] 於本章中，東亞指七個經濟體，即印尼、馬來西亞、菲律賓、新加坡、南韓、台灣及泰國。

圖 2.9
東亞及其他新興市場經濟體：近期匯率變動及參與中國內地生產鏈的程度

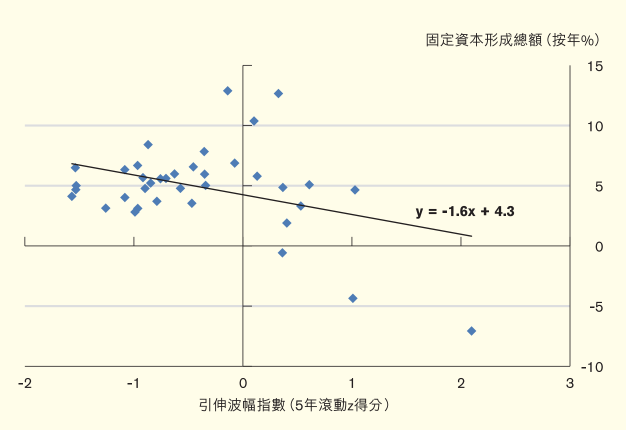


註：紅點代表亞洲經濟體。
資料來源：彭博及 OECD-WTO TiVA。

鑑於美國與中國內地之間貿易緊張局勢加劇，東亞經濟體正面臨多重阻力，下行風險有所增加。

— 首先，雖然預期貿易戰對東亞經濟增長的直接影響有限，但其對投資者信心造成的潛在損害對經濟造成的破壞，可能遠比直接影響為大。由於資本形成總額多隨著引伸波幅指數等不確定性指標上升而減慢（圖 2.10），漫長的貿易談判產生的不確定性可能拖累東亞區內經濟體的投資。由於固定資本形成是區內本地需求的重要組成部分，投資放緩可能會阻礙經濟增長。長遠而言，較低的投資水平亦有可能損害生產力及增長潛力。

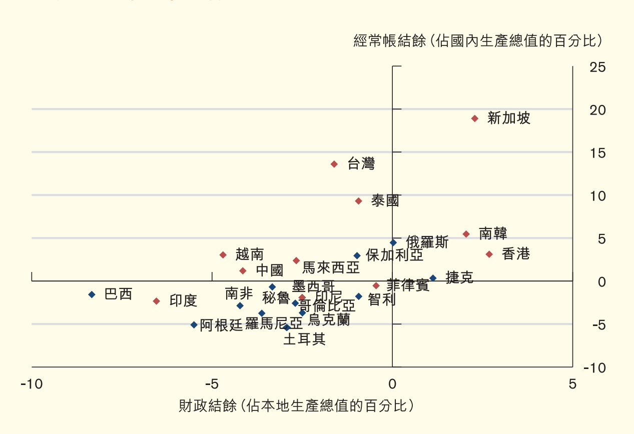
圖 2.10
東亞：固定資本形成總額及引伸波幅指數



註：該圖顯示 2009 年第 1 季至 2018 年第 1 季的數據。
資料來源：彭博及 CEIC。

— 其次，倘若東亞地區的實體經濟活動因貿易戰的影響而放緩，區內不少央行將面臨政策兩難：為減輕貿易戰對投資的影響及支持增長，需要降低政策利率；但面對因市場情緒轉差及美元走強而出現的潛在資金外流壓力，可能需要調高政策利率。對於外部頭寸較弱及財政空間有限的經濟體而言，這種兩難局面尤其嚴峻（圖 2.11），而基本面較強的經濟體將較有能力抵禦當前不利因素。

圖 2.11
東亞及其他新興市場經濟體：經常帳結餘及財政結餘（2018 年的預測）



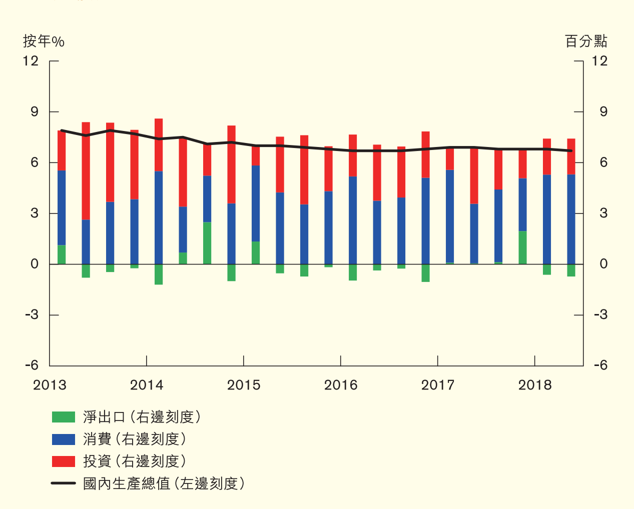
註：紅點為亞洲經濟體。
資料來源：IMF WEO（2018 年 4 月）。

2.2 中國內地

實體經濟

經濟增長動能於 2018 年第 1 季大致維持穩定，但於第 2 季稍為放緩。實質國內生產總值於第 1 季連續三個季度按年增長 6.8%，但在基建投資增長明顯減少的情況下於第 2 季略降至 6.7%（圖 2.12）。2018 年上半年整體而言，實質國內生產總值按年增長仍錄得 6.8% 的增幅，與 2017 年下半年相同。

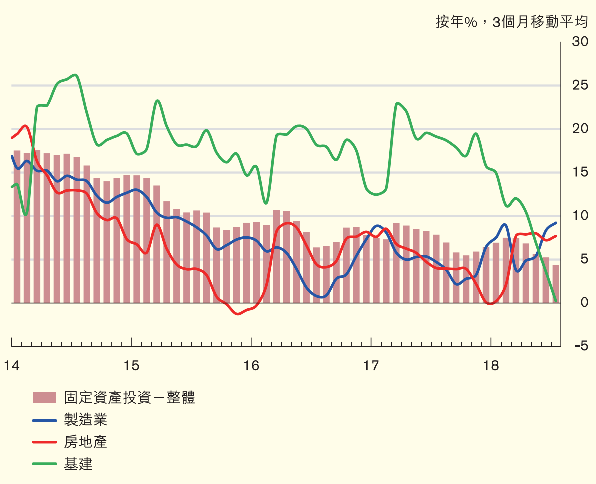
圖2.12
中國內地：各需求組成部分對國內生產總值增長的貢獻



資料來源：CEIC、國家統計局及金管局職員估計數字。

支出方面，2018年上半年，因勞工市場穩健及消費者情緒樂觀，消費增長依然強勁。至於資本形成總額，儘管房地產及製造業投資增長於2018年上半年反彈，但在當局收緊地方政府融資活動的環境下，基建投資增長顯著減少（圖2.13）。外圍環境方面，儘管與中美貿易衝突相關的不確定性有所增加，出口增長於2018年上半年保持堅挺。然而，由於進口增長速度較出口增長為快，淨出口對整體增長的貢獻於期內轉為負數。

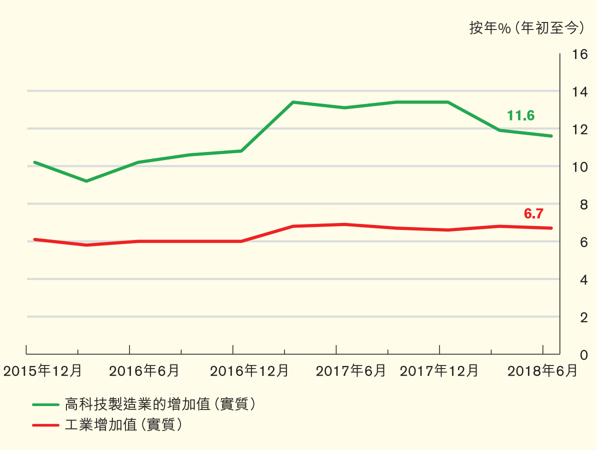
圖2.13
中國內地：按行業劃分的固定資產投資



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

以增加值計算，第三產業的增長於2018年上半年維持強勁。具體而言，發展迅速的資訊科技及軟件行業仍為增長最快的子行業，其次為租賃及商務服務、運輸倉儲及郵政等。第二產業的增長小幅加快，主要得益於房地產投資改善帶動建築活動回升。相比之下，製造業活動增長略為放緩，但高科技子行業表現繼續強勁，錄得雙位數的增長（圖2.14）。由於第三產業增長繼續超過其他產業，第三產業的增加值於整體經濟中的比重由2017年上半年的54.0%增至今年上半年的54.3%。

圖2.14
中國內地：工業增加值增長



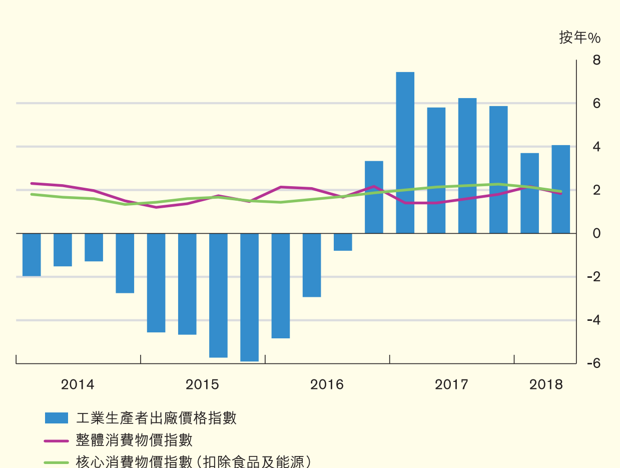
資料來源：CEIC、Wind及政府網站。

展望未來，雖然短期增長前景將繼續受到增加值較高的製造業及服務業支持，但在中美貿易衝突升級的情況下不確定性有所上升，令內地當局要審慎平衡推進結構性改革、維持金融穩定與支持經濟增長三者面臨更大挑戰。為此，當局對貨幣政策進行了微調，推出更多定向寬鬆措施以支持私營企業業務擴張。當局亦採取更積極的財政政策，進一步降低稅費以支持小型企業及企業研發，並增加基建支出以改善經濟中的薄弱環節。最新的共識預測預計，內地經濟今年將增長6.6%，低於2017年的6.9%。

2018年上半年，在消費堅挺的情況下，消費物價通脹小幅上升。受食品價格由2017年下半年按年下滑-0.8%轉為今年上半年上升1.2%所影響，整體消

費物價通脹於期內由按年平均上升1.7%加快至2.0%的水平(圖2.15)。核心通脹(扣除食品及能源價格)由2017年下半年的按年2.2%放緩至2018年上半年的2.0%，部分是由於住房租金價格上升減慢所影響。在批發層面，由於大宗商品價格趨於穩定，工業生產者出廠價格通脹由2017下半年的按年6.1%放緩至2018年上半年的3.9%。

圖2.15
中國內地：消費物價及工業生產者出廠價格通脹

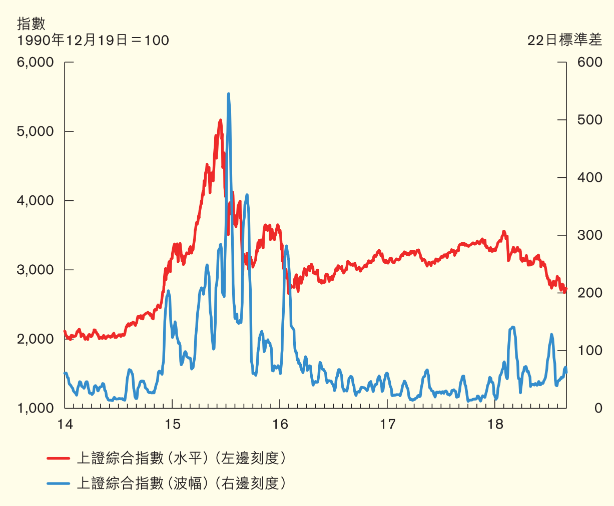


資料來源：CEIC、國家統計局及金管局職員估計數字。

資產市場

雖然內地經濟狀況維持穩定，但面對中美貿易戰升級，股市投資者的信心轉差。在美國於年初宣佈對從中國進口的產品徵收關稅之後，中國內地股市急跌，而上證綜合指數於6個月內下跌約24%。市場波動性亦見上升，22日價格波動於2018年2月升至近兩年的高位(圖2.16)。

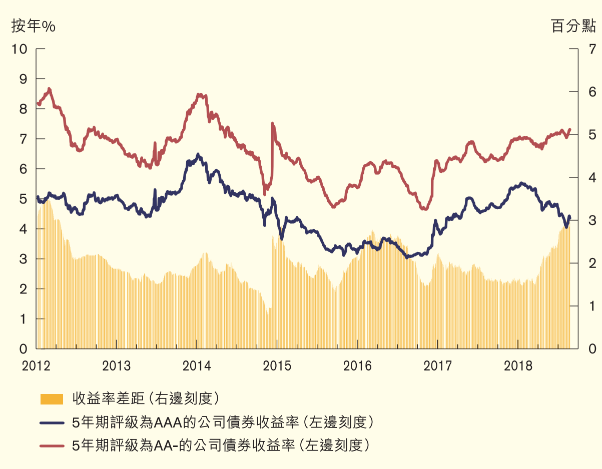
圖2.16
中國內地：上證綜合指數及其波幅



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

在債券市場，2018年上半年經過幾輪降準後，評級較佳的企業發行人的融資成本明顯下降(圖2.17)。相比之下，評級較低的公司債券收益率進一步小幅上升，這可能反映，面對內地經濟前景不確定性上升，以及在金融去槓桿的背景下財務狀況較弱的公司債務償還能力惡化，令投資者的風險胃納降低。

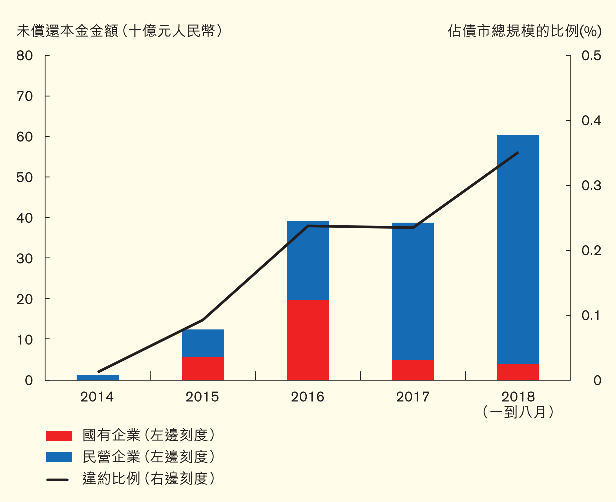
圖2.17
中國內地：5年期公司債券收益率



資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

實際上，2018年首八個月有24家公司發行人出現債券違約，而2017年全年則為21家[5]。而2018年首八個月的違約債券規模亦達到約600億元人民幣，相當於2018年8月底非金融債券總發行量的0.35%（圖2.18）。進一步的分析表明，最近的違約主要集中於較低評級的私人發行人，這些發行人可能更多地依賴非正規渠道進行融資，而由於當局為遏制影子銀行活動而持續推行金融緊縮政策，或導致其面臨更大的資金壓力。

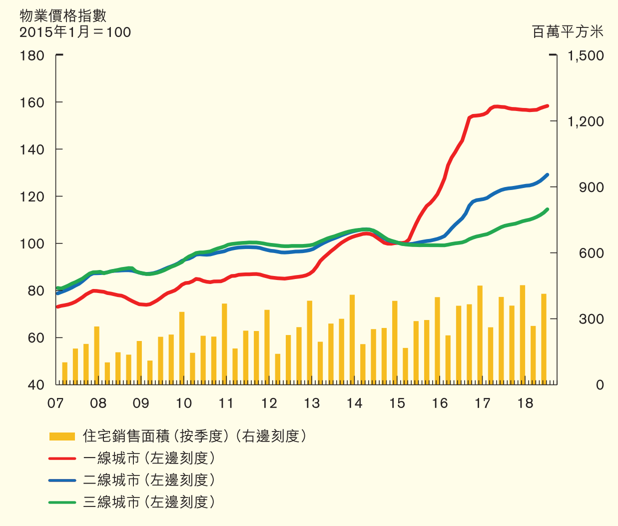
圖2.18
中國內地：債券違約規模及比例



資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

至於內地房地產市場方面，當局採取緊縮措施，包括提高首付要求和購房限制，一線城市的房價在回顧期內基本保持穩定（圖2.19）。在較低級別的城市，房價進一步小幅上漲，但與內地置業氣氛熾熱的2016年相比，上升速度已大幅放緩。

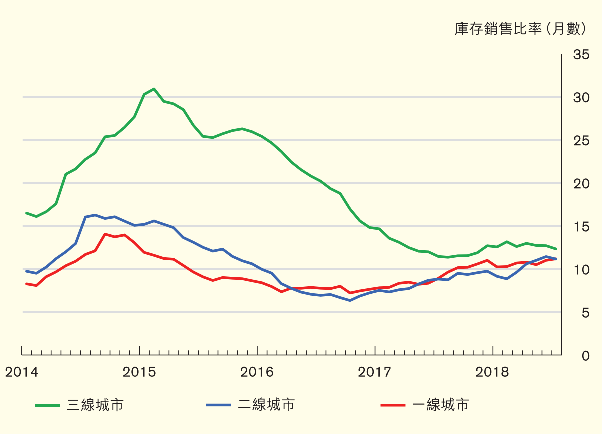
圖2.19
中國內地：按城市等級劃分的住宅價格及銷售面積



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

於前幾年一直困擾著三線城市的住房供應過剩的問題，在相當大的程度上受到抑制，部分原因是在市場情緒高漲的情況下錄得強勁的銷售。於2018年6月底，三線城市的庫存銷售比率維持在12個月左右的水平，遠低於2015年年初31個月的最高位（圖2.20）。儘管如此，隨着房價穩步上漲，三線城市的房地產投資於2018年上半年顯著反彈。房地產投資的快速擴張是否會繼續，並可能導致房屋供過於求的狀況重現，需要密切關注。

圖2.20
中國內地：按城市等級劃分的庫存銷售比率



資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

[5] 數據來自Wind，包括企業及公司債券、中期票據、短期融資券及定向工具。

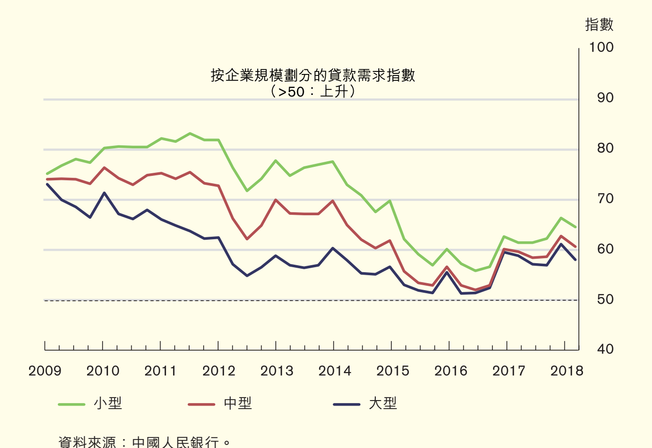
由於當局採取緊縮措施，原本過熱的內地房地產市場似乎已趨於穩定，然而，考慮到置業負擔能力進一步惡化，房價能否維持在目前的水平，仍然是內地金融穩定所面對的主要風險。為了解房地產週期對中國內地金融穩定性的潛在影響，專題1研究房地產市場波動可能對企業違約可能性的影響。基於一眾上市非金融企業的分析發現，雖然中國內地的房價上漲對於降低股票市場投資者所認為的違約可能性作用並不大，但房價下跌卻會令違約可能性顯著增加。此外，這種影響似乎是非線性的，倘若房價急速下跌，企業的違約可能性往往會錄得更大幅度的上升。

為遏制潛在風險，並促進房地產市場穩定健康發展，於2017年12月的中央經濟工作會議上，當局提出加快建設保障性住房，同時開始加快租賃市場的發展，以及推行更加靈活的增加土地供應的制度。

信貸及資產質素

2018年上半年，內地企業的貸款需求依然強勁。根據中國人民銀行的季度問卷調查，近期的貸款需求增長似乎相當全面，而貸款需求最大的仍然是規模較小的企業借款人（圖2.21）。

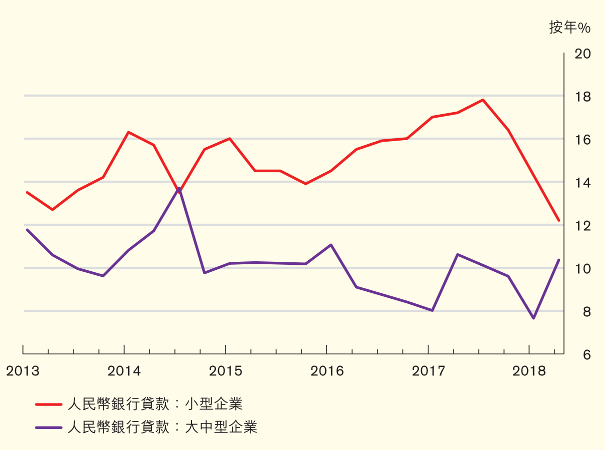
圖2.21
中國內地：按企業規模劃分的貸款需求指數



資料來源：中國人民銀行。

近幾個季度小型企業對貸款的需求強勁，並一直增長，部分原因可能是持續的金融去槓桿化，導致影子銀行活動明顯減速，而影子銀行活動過往為小型和私營企業提供了重要的資金支持，尤其那些在獲取正規融資方面有困難的企業。為應對這一發展，中國人民銀行推出幾輪寬鬆措施，包括定向降準及有條件中期借貸便利，以更好地支持銀行對中小型企業的貸款（詳情請參閱「財政及貨幣政策」部分）。因此，最近幾個季度銀行對小型企業的貸款相對中型和大型企業，仍取得較快的增速，儘管速度有所下降[6]（圖2.22）。

圖2.22
中國內地：企業借款人的銀行貸款增長



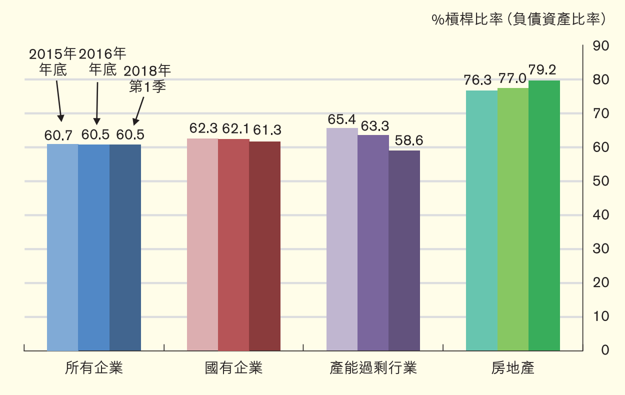
資料來源：中國人民銀行及金管局職員估計數字。

於回顧期內，由於當局持續推動企業去槓桿，向內地公司授出的銀行信貸按年增長由2017年年底的12.7%略為放緩至12.3%。特別是銀行繼續對財政狀況較差的借款人收緊貸款審批標準，以助控制銀行對產能過剩行業的企業所承擔的敞口風險。因此，產能過剩行業的企業的槓桿比率因企業盈利強勁增長而於2018年第1季進一步下降（圖2.23）。與此同時，國有企業的槓桿比率小幅下降，這可能反映近期推行的國有企業改革中，對效益較低且財政狀況較差的國有企業的借貸約束已經收緊[7]。

[6] 中國銀行保險監督管理委員會（中國銀保監）的季度新聞稿顯示，向單戶授信500萬人民幣以下小微企業授出的銀行貸款按年增長由2017年年底的9.8%增至2018年6月底的15.6%。

[7] 程曉強、傅進浩及陳偉華（2018年），「中國的國有企業改革進展如何？企業借貸約束方面的佐證。」（英文版）研究備忘錄。03/2018，香港金融管理局。

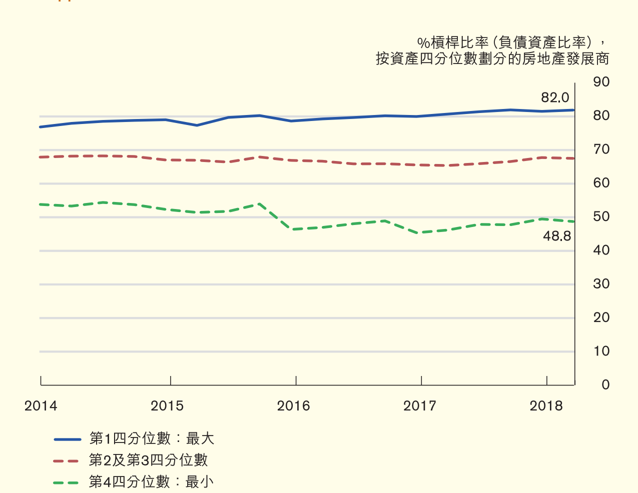
圖2.23
中國內地：國有企業、產能過剩行業企業及房地產企業的槓桿比率



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

相比之下，部分受到銀行貸款加速增長的支持，房地產投資反彈，促使房地產發展商的槓桿比率於2018年第1季進一步上升。進一步分析表明，槓桿比率較高的企業主要集中在財務狀況較為穩健的大型發展商（圖2.24）。

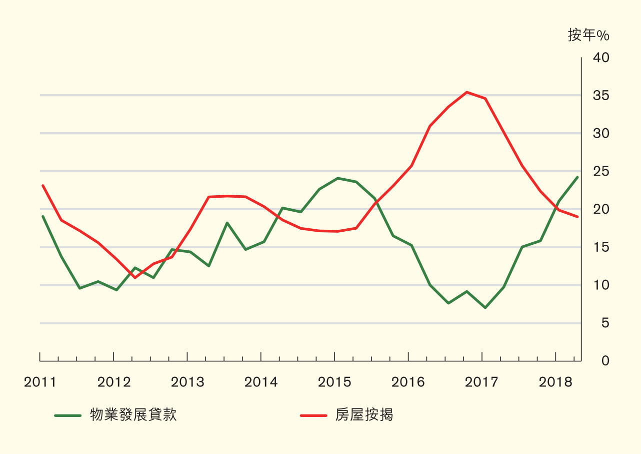
圖2.24
中國內地：按企業規模劃分的房地產發展商的企業槓桿



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

儘管物業發展貸款的按年增長由2017年年底的15.9%進一步增至2018年6月底的24.2%，但因收緊購房限制，同期按揭的按年增長由22.4%進一步跌至19%（圖2.25）。因此，反映銀行於物業市場的直接敞口風險，物業發展貸款及按揭佔銀行貸款總額的合計比重，由2017年底的25.7%輕微上升至2018年6月的26.5%。

圖2.25
中國內地：按揭及物業發展貸款的增長



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

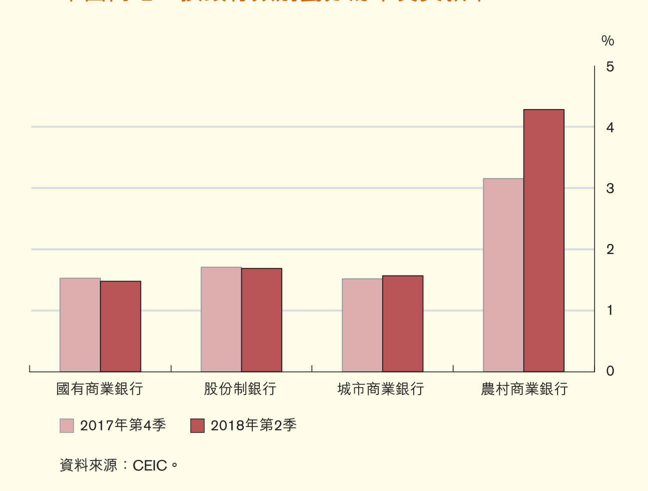
於回顧期內，隨著貸款審批標準收緊及內地企業的盈利能力改善，銀行資產質素保持穩健[8]。2018年上半年，關注類貸款佔銀行貸款總額的比重繼續下降[9]。同時，銀行不良貸款覆蓋率亦大致保持穩定，於2018年第2季為179%，2017年年底則為181%。

儘管如此，2018年上半年不良貸款率有所上升。尤其儘管國有銀行的不良貸款率大致維持穩定，小型商業銀行（尤其農村商業銀行）的不良貸款率於2018年第2季明顯上升（圖2.26）。

[8] 非金融類上市公司數據顯示，以四個季度滾動股本回報率計算的企業盈利能力，由2017年第4季的8.0%升至2018年第1季的8.2%。與此同時，產能過剩行業的盈利能力於同期內由9.4%升至10%。

[9] 據中國銀保監的定義，倘若借款人目前有能力償還債務，但可能受某些不利因素影響，則該貸款分類為關注類貸款。不良貸款包括分類為次級、可疑或損失的貸款，此類貸款幾乎不可能獲悉數償還，銀行因此會遭受不同程度的損失。

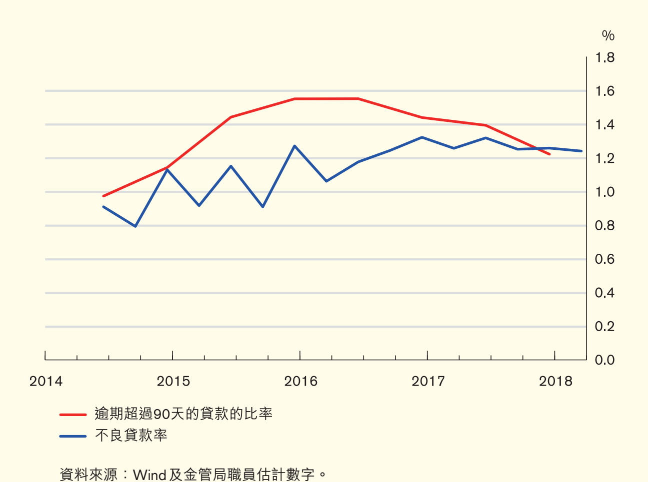
圖 2.26
中國內地：按銀行類別劃分的不良貸款率



資料來源：CEIC。

這些小型銀行的不良貸款率上升，可能是由於當局實施更為嚴格的不良貸款報告標準，將所有逾期超過90天的貸款納入其中。例如，來自上市城市及農村商業銀行的數據顯示，雖然最近幾個季度逾期超過90天的貸款佔貸款總額的比重持續下降，但該比重與不良貸款率之間的差距明顯縮小(圖2.27)。

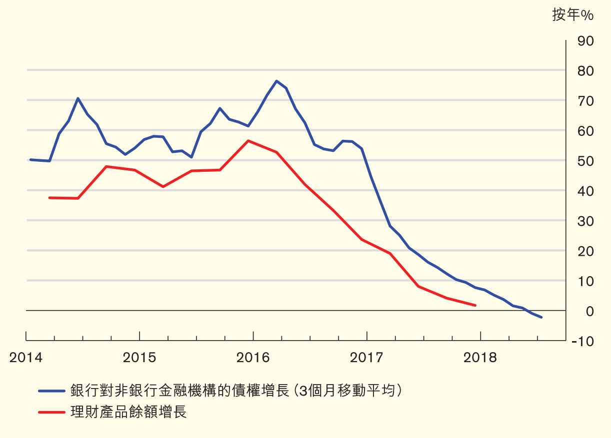
圖 2.27
中國內地：上市城市及農村商業銀行的不良貸款率及逾期超過 90 天的貸款的比率



資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

於回顧期內，當局繼續推進金融去槓桿，以限制銀行參與影子銀行活動。因此，銀行對非銀行金融機構的債權自2018年6月開始下跌(圖2.28)，該等債權佔銀行總資產的比例於2018年7月約為10.4%。

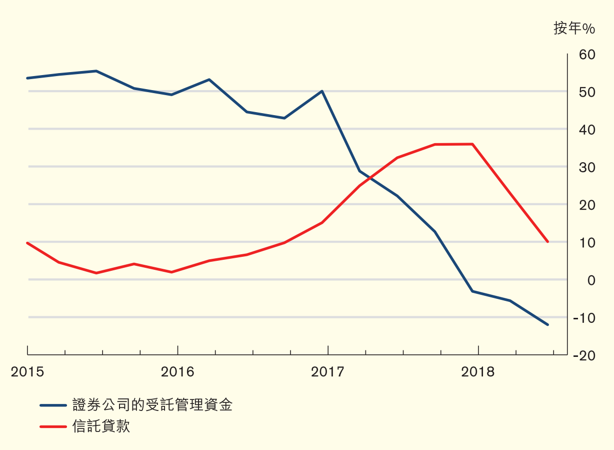
圖 2.28
中國內地：銀行對非銀行金融機構的債權及理財產品餘額增長



資料來源：CEIC、Wind及金管局職員估計數字。

此外，由於理財產品亦是影子銀行活動的主要資金來源，當局進一步加強對銀行發行或分銷的理財產品的監管。銀行對非銀行金融機構的敞口風險趨於穩定，加上理財產品發行監管收緊，反映銀行對影子銀行活動的參與減少，信託貸款及證券公司的受託管理資金等影子銀行活動於2018年上半年隨之顯著減少(圖2.29)。

圖 2.29
中國內地：信託貸款及證券公司的受託管理資金的增長



資料來源：CEIC及中國證券業協會。

匯率及跨境資本流動

在岸人民幣滙率於2018年首四個月上升2.8%，其後因中美貿易衝突引致不確定因素增加，在岸人民幣兑美元於隨後四個月匯率貶值7.3%(圖2.30)。相比之

下，離岸人民幣兑美元匯率於最近幾個月大部分時間都較在岸人民幣的匯率為弱，在岸人民幣與離岸人民幣差價於7月11日顯著擴大至超過400點子，其後於8月底有所收窄。有見及此，人民銀行於8月24日公佈人民幣對美元中間價定價機制重新引入逆周期因子，以減少順周期市場行為的影響，以及穩定市場預期。

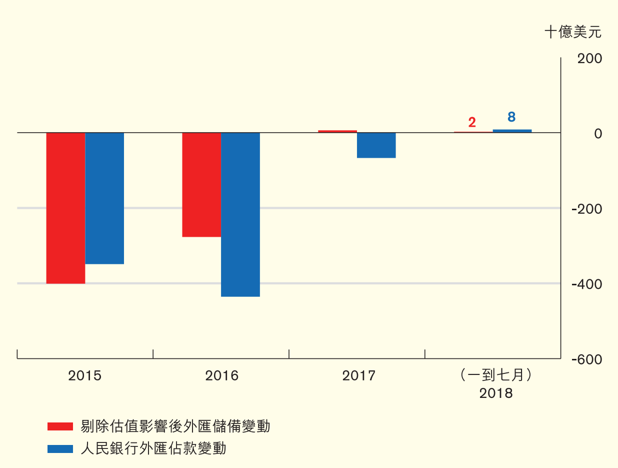
圖2.30
中國內地：在岸人民幣及離岸人民幣兑美元匯率



資料來源：CEIC及金管局職員估計數字。

儘管人民幣匯率貶值，但剔除估值影響後的外匯儲備變動以及人民銀行外匯佔款變動這兩個常用的跨境資金流動指標於2018年首七個月沒有變動（圖2.31）。因此，2018年7月中國內地外匯儲備大致維持在31,180億美元的水平，與七個月前相若。

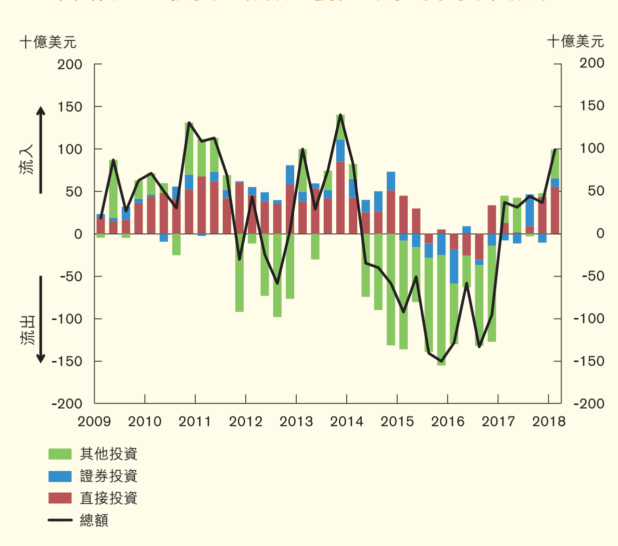
圖2.31
中國內地：中國人民銀行外匯佔款與外匯儲備變動



資料來源：CEIC、外匯管理局及金管局職員估計數字。

國際收支平衡最新統計資料亦顯示資本外流有限，其中跨境資本淨流入於近期保持正值（圖2.32）。特別是在強勁的對內投資支持下，直接投資項下的資本淨流入於2018年第1季依然強勁，而其他投資項下的資本淨流入亦顯著增加，原因為內地居民的跨境借款較對外貸款更為強勁。同時，2017年第4季透過證券投資的淨流出在2018年第1季較為資本淨流入，主要反映國際投資者增持內地債券。

圖2.32
中國內地：按資金流類型劃分的淨跨境資本流動



資料來源：CEIC、外匯管理局及金管局職員估計數字。

展望未來，穩定的經濟狀況短期內應繼續有助遏抑資本外流壓力，但中美貿易衝突升級導致不確定性因素增加，以及對人民幣匯率未來走勢的預期，都可能影響中國內地跨境資本流動的前景。

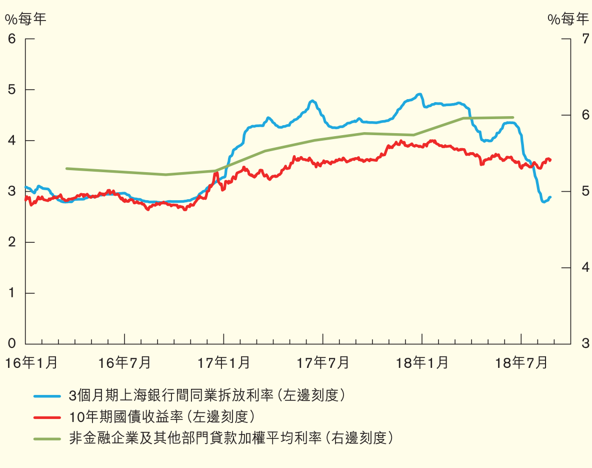
財政及貨幣政策

貨幣政策方面，於回顧期內，儘管中國人民銀行繼續維持穩健中性的政策立場，但採取了更多定向寬鬆措施以支持實體經濟的業務擴張。特別是，為緩解小型企業因近期非正規融資活動減少而面臨的融資困難，中國人民銀行於1月、4月和7月三次下調存款準備金率，以鼓勵銀行為小型企業借貸提供更多支持。除降準外，人民銀行亦允許銀行使用優質小型企業貸款及債券作為抵押品，透過中期借貸便利進行借款，以

增加對銀行的資金支持。為進一步支持向小型企業提供貸款，中國人民銀行亦於6月宣佈在銀行的宏觀審慎評估中增加小型企業貸款的權重。

於實施上述貨幣寬鬆措施後，銀行同業市場的流動性狀況有所改善，3個月期上海銀行間同業拆放利率由2017年底的約4.9%跌至8月底的約2.9%（圖2.33）。隨著銀行同業市場利率下降，10年期國債收益率亦從1月份4.0%的高位回落至8月份約3.6%。流動性狀況改善應會降低銀行的資金成本，從而有助降低企業日後的借貸成本。

圖2.33
中國內地：主要市場利率

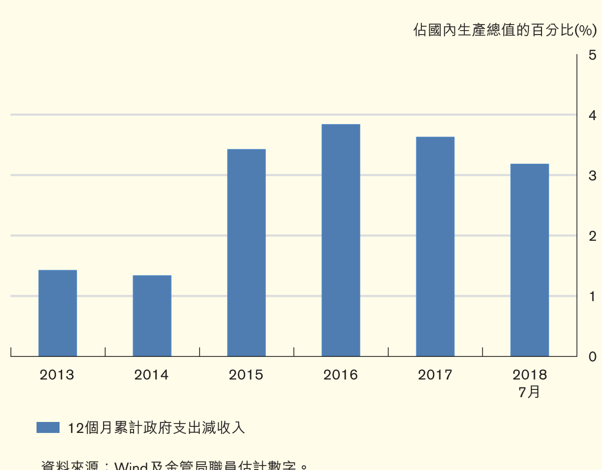


資料來源：CEIC。

財政政策方面，當局採取更積極的政策立場刺激內需。為促進企業開支，政府於5月下調增值税税率。與此同時，為針對性地減輕小型企業的税負，當局於5月將工業、批發和零售業企業小規模納税人的年銷售額標準從50至80萬元人民幣提高至500萬元人民幣，並於4月宣布，將享受減徵企業所得税優惠的小型企業年應納税所得額上限由50萬元人民幣提高至100萬元人民幣。此外，為鼓勵企業產業升級，當局將研發税收減免的對象範圍由小型企業擴展至所有企業。至於個人方面，政府宣布了新的税收計劃，旨在提高個人所得税起徵點，以減輕消費者的税負。

儘管當局採取上述減税措施，2018年首七個月的公共收入仍按年增長10.0%，這可能是得益於營商環境改善導致税基擴大。由於政府支出在此期間增長相對較為緩慢，以過去12個月計的政府支出與收入之間的差距佔國內生產總值的比率由去年12月底的3.6%縮小至7月底的3.2%（圖2.34）。[10]

圖2.34
中國內地：政府支出與收入的缺口



資料來源：Wind及金管局職員估計數字。

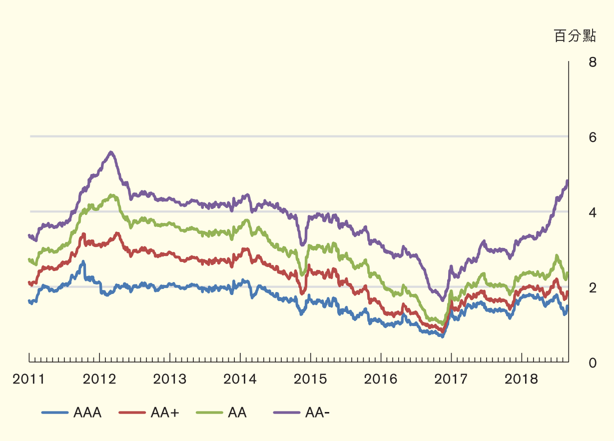
反映這些積極的財政政策，內地政府的債務進一步增加。2018年首七個月，內地地方政府債務增加3.9%至17.2萬億元人民幣，而2017年增幅為7.5%。由於名義國內生產總值增長較為強勁，地方政府的債務佔國內生產總值的比率實際上由2017年的20%小幅下降至2018年7月底的19.8%。

儘管債務佔國內生產總值的比率下降，但地方政府債務相關風險不容忽視，特別是透過違規融資渠道舉債而得的債務。為打擊地方政府的這些融資活動，當局清理部分現存的政府和社會資本合作（PPP）項目，截至2018年4月23日，涉及的總額達1.8萬億元人民幣，相當於2017年年底登記的PPP項目總額約10%，而另外達3.1萬億元人民幣的項目需要整改。

[10] 政府支出及收入包括政府一般公共預算及政府管理資金中的支出及收入。

在地方政府融資活動管制收緊的情況下，地方政府融資平台的信貸風險似乎有所增加，特別是信貸評級較低的融資平台。舉例而言，儘管地方政府融資平台債券與國債之間的收益率差距於過去幾個月普遍擴闊，但評級較低的地方政府融資平台債券的收益率差距顯著擴大（圖2.35）。為緩解地方政府融資平台的融資困難，國務院在7月提出，應引導金融機構保障融資平台公司的合理融資需求。

圖2.35
中國內地：按信貸評級劃分的地方政府融資平台債券與10年期國債的收益率差距



資料來源：Wind及職員估計數字。

專題 1
中國內地房地產價格與公司違約風險*

引言

房地產周期可以對金融穩定產生重大影響。過去幾十年，發達國家的經驗清楚顯示，房地產泡沫破滅對金融穩定造成重大影響。

近年來，中國內地—全球最大的新興經濟體—的房地產價格明顯上升。自2015年以來，北京、上海、廣州及深圳等一線城市的房地產價格平均上升60%。隨著市場暢旺，二線城市的樓價於同期亦大幅上漲。因此，內地居民的房屋負擔能力明顯減弱，一些一線城市如北京及上海等更被列為全球房屋價格最難負擔的城市之一[11]。

由於發達經濟體的經驗顯示樓價下跌對實體經濟及金融穩定有潛在影響，決策者及一些市場分析師對內地這種情況表示關注。

了解內地金融穩定是否容易受房地產周期影響對政策制訂至關重要。本研究透過探討內地房地產價格變動對公司借款人信貸風險的影響程度，對有關討論作出貢獻。我們認為企業部門的穩健程度是反映內地金融穩定的重要晴雨表，原因是銀行貸款中約有八成都是提供予企業部門，且其中大部分都是以房地產作抵押[12]。同時，高槓桿房地產開發商存在信貸風險，而房地產部門更與其他經濟領域關係密切。

探討內地企業借款人的信貸風險時，研究人員面對的困難之一是缺乏公司違約的公開資料。因此，本研究採用市場認為的違約機率的前瞻性指標。這指標是根據2007年第一季至2016年第三季中國內地約2,000家非金融上市公司的股票價格及資產負債表數據估算得出。

實證框架

為了檢驗房地產周期可能對中國內地借款企業的信貸風險產生影響的程度，我們根據Altman, Fargher及Kalotay (2011)的方法以內地季度房地產價格變動及一組宏觀和公司層面的變量，對內地公司的違約風險指數進行迴歸分析：

風險指數 = *f*(*房地產價格變動，公司特徵，宏觀變量，其他控制變量*)　　(1).

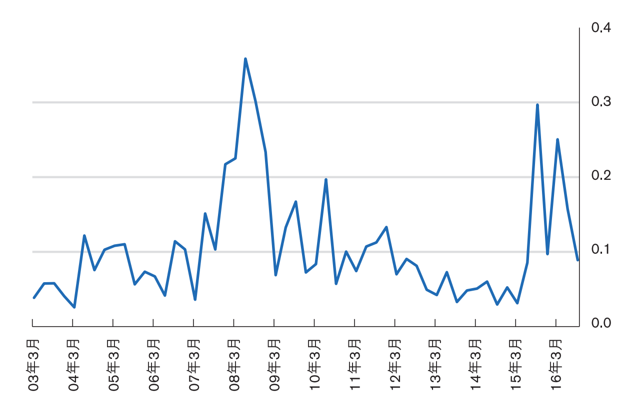
作為因變量的*風險指數*是個別公司的季度違約風險指數，定義為 $ln(\frac{1-DL}{DL})$，其中DL為以股票價格引伸的公司未來一年違約的風險。本質上，DL反映市場認為公司的資產價值將在未來一年結束時低於其負債的機率。因此，較高的DL代表較大的市場認為的違約風險。我們使用相同的方法將Han及Zheng (2016)計算的2007年第一季至2013年第二季的DL延伸到2016年第三季。我們的樣本包括約2,000家於內地上市的非金融公司。

* 此專題乃依據程曉强等人(2018)「*中國內地房地產價格與公司違約風險*」，香港金融管理局研究備忘錄06/2018。

[11] 彭博全球城市住宅負擔能力指數，2017。

[12] 國際貨幣基金組織(IMF) (2011)，「People’s Republic of China: Financial System Stability Assessment」，IMF Country Report 第11/321號，華盛頓特區。

圖 B1.1
內地上市非金融公司的市場認為的估計違約風險



註：此指數是樣本中所有內地上市公司的市場認為違約風險估算的簡單平均值。
資料來源：Han及Zheng (2016)和金管局職員估計數字。

圖B1.1顯示，我們研究所用的市場認為的違約風險於2008至2009年全球金融危機期間達到頂峰，於2011至2012年的歐洲債務危機期間有所增加，並在2015至2016年人民幣大幅貶值及內地經濟硬著陸的擔憂日益加劇的情況下顯著上升。這反映*DL*作為違約風險的預警指標，能有效追蹤樣本期內可能引發內地公司信貸風險上升的事件。

於等式(1)中，*房地產價格變動*是房地產價格移動平均值的季度變動百分比。具體而言，房地產價格是由全國商品房住宅售價及面積所計算得出。公司財務資料由季度財務報告取得，而公*司特徵*(如盈利能力、流動性狀況及公司規模)亦納入模型設定中，以控制該等因素對公司的估計違約風險的潛在影響。此外，為控制宏觀經濟和貨幣狀況對公司違約風險的潛在影響，我們在迴歸分析中使用一系列變量(*宏觀變量*)，包括實質國內生產總值增長及由估算得出的貨幣狀況指數(MCI)[13]。

根據定義，市場認為的公司違約風險的估算(DL)取決於股票市場的波動性，而有關波幅不僅受上市公司的基本因素影響，亦受其他廣泛因素影響。為控制這些影響，我們在模型設定中加入*其他控制變量*，例如內地股票市場估值(由滬深300指數[14]的滯後市帳率代表)。此外，由於2015年和2016年在當局加强規管股票融資交易後，內地股市波幅顯著增加，我們於2015年第一季至2016年第二季加入相等於1的虛擬變量，以控制其對*DL*的潛在扭曲情況。

數據及實證結果

為估算等式(1)，我們採用由約2,000家非金融上市公司的財務數據組成的面板數據集，樣本期從2007年第一季至2016年第三季。

等式(1)的估算結果顯示，大多數控制變量的估計系數正負符號與預期一致。例如，較快的國內生產總值增長有助降低市場認為的公司違約風險。此外，規模較大、流動性狀況較佳及盈利能力較強的公司，市場認為的違約風險較低。

就房地產價格的影響而言，表B1.1上方(甲)欄顯示，當市場壓力虛擬變量沒有包括在模型設定時，房地產價格的變動在統計上對市場認為的公司違約風險有顯著的負面影響。然而，當市場壓力虛擬變量加入模型設定時，該影響變成顯著正面。由於這段期間房地產價格正好上升，房地產價格變動的估算影響的正負值變化可能反映一些不對稱情況的存在，即違約風險對房地產價格的敏感度可能視乎房地產價格的升跌而改變。為檢測這種可能性，我們在模型設定中加入*房地產價格變動*及虛擬變量*Up*之間的相互作用項來重新估算等式(1)，而*Up*在*房地產格變動*大於零時等於1。

13 MCI的估算乃根據金管局《*貨幣與金融穩定情況半年度報告*》(2011年9月)「專題1 中國內地的貨幣狀況有多緊？」中使用的估算方法。

14 滬深300指數包括在中國內地上市的300隻最大且最具流動性的A股股票。

表 B1.1
房地產價格變動對內地公司市場認為違約風險的估計影響

	不使用股票市場壓力虛擬變量	使用股票市場壓力虛擬變量
	（甲）	（乙）
線性效果		
房地產價格變動	-0.057***	0.039***
不對稱線性效果		
房地產價格變動	-0.534***	-0.284***
房地產價格變動 * *Up*	0.691***	0.443***
非線性效果		
房地產價格變動	-0.152***	-0.100***
房地產價格變動^2	0.021***	0.031***

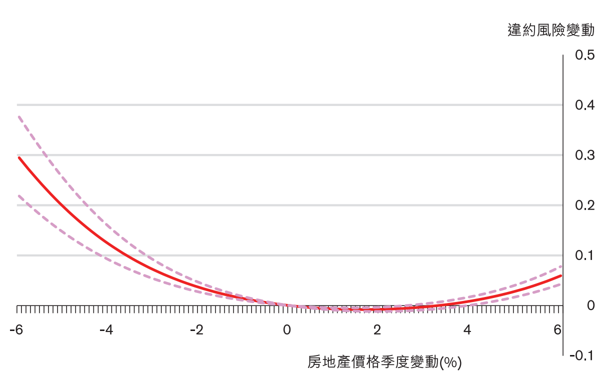
註：***、** 及 * 表示估算系數分別在 1%、5% 及 10% 水平上統計顯著。由於*風險指數*是 *DL* 的單調遞減函數，為方便詮釋結果，我們將本表列載的解釋變量系數乘以 -1。
資料來源：金管局職員估計數字。

表 B1.1 中間部分列載的估算結果顯示房地產價格的上升和下跌存在不對稱影響，原因是相互作用項的系數在統計上不等於零。更具體來説，在統計上顯著為負值的*房地產價格變動*系數顯示，房地產價格下跌傾向增加市場認為的公司違約風險。然而，比較之下，房地產價格上升可能導致違約風險上升而非下降，因為*房地產價格變動*系數和相互作用項系數為聯合顯著正數，而計入市場壓力虛擬變量後尤其如是。

接下來，我們放鬆對房地產價格變動影響的線性限制，並檢驗研究結果是否仍然保持不變。為此，我們將房地產價格變動的平方數加入模型設定並重新估算等式 (1)。估算結果列載於表 B1.1 的下方。房地產價格變動平方數的系數在所有模型設定中均在統計上顯著為正值，顯示房地產價格變動對市場認為的公司違約風險有非線性影響。此外，無論市場受壓時期有否包括在樣本內，違約風險對房地產價格的敏感度在性質上都是相同的。

圖 B1.2 顯示從表 B1.1 下方（乙）欄的估算系數所得出的房地產價格變動的非線性影響。此圖確定我們先前的研究結果，即房價下跌和房價上升的影響是不對稱的。特別是，圖 B1.2 顯示雖然房地產價格下跌似乎顯著增加市場認為的內地公司違約風險，但房地產價格上升似乎對降低市場認為的內地公司違約風險作用不大。相反，當房地產價格每季增長超過 3% 時，市場認為的違約風險便會開始上升。這可能是由於內地房地產價格上升通常會導致企業槓桿率增速加快（張麗玲等人，2017），令公司的償債能力惡化。

圖 B1.2
房地產價格變動對公司違約風險的非線性影響



註：非線性影響由表 B1.1 下方（乙）欄的估算結果所得出，假設市場認為的公司違約風險處於樣本平均值水平。
資料來源：金管局職員估計數字。

圖 B1.2 亦顯示房地產價格急跌可能導致市場認為的內地公司違約風險出現更大幅度的上升。特別是，平均而言房地產價格於一季下跌兩個百分點將導致市場認為的公司違約風險增加四個百分點，而四個百分點的下降將導致市場認為的公司違約風險上升 12 個百分點。我們有關房地產價格變動的非線性影響的發現符合普遍的觀點，即房地產市場的急劇調整可能促使房地產價格下跌與借款人違約之間出現惡性循環，危及金融穩定。

基於多種原因，我們對房地產價格變動可影響公司違約風險的發現應該不可能是受反向因果關係所驅使。首先，房地產價格對公司違約機率的影響是不對稱的，因為房地產價格的升跌都可能導致違約機率增加。事實上，如果反向因果關係在此發揮作用，我們應該察覺到對稱效應，這是因為房地產價格下跌與公司違約概率上升有較大關係，而房地產價格上升則與公司違約機率減低有關。其次，我們在研究中使用全國房地產價格解釋個別公司的違約機率。就此而言，個別公司的違約風險變化不大可能影響全國房地產價格。

結論

透過探討內地房地產價格變動對借款企業的信貸風險可能的影響程度，是次研究加深我們對有關問題的理解，並發現房地產周期確實影響中國內地的金融穩定。

是次研究使用2007年第一季至2016年第三季中國內地約2,000家的非金融上市公司的財務數據，發現房地產價格變動對內地股市投資者認為的公司違約風險產生不對稱及非線性影響。特別是，在控制多項公司層面因素後，我們發現雖然房地產價格上升幾乎沒有令市場認為的違約風險下降，但房地產價格下跌則令有關風險顯著上升，突出兩者的不對稱情況。此外，房地產價格如急劇下跌，對市場認為的公司違約風險的影響往往明顯較大。

我們的研究結果顯示房地產價格大幅調整的相關風險。因此，決策者可能要在為過熱的房地產市場降溫及維持金融穩定兩者間取得平衡。

要注意的是，我們的研究所用的公司違約風險是從上市公司的股價和財務數據得出的預期違約風險，而非從實際違約案例得出的估計。因此，在詮釋實證結果時需要謹慎。

參考文獻

Altman, E. I.、Fargher, N. 及 Kalotay, E. (2011)，「A Simple Empirical Model of Equity-Implied Probabilities of Default」*Journal of Fixed Income*，20(3)，第71-85頁。

程曉強、吳守中、陳偉華、韓高峰(2018)，「中國內地房地產價格與公司違約風險」，研究備忘錄06，2018，香港金融管理局。

張麗玲、吳守中、程曉強、陳偉華(2017)，「中國內地房地產價格與企業借貸」，研究備忘錄15，2017，香港金融管理局。

Han, G., 及 Zheng, S. (2016)，「How do Housing Purchase Limits Affect Firm Default Risks in Mainland China?」，HKIMR Working Paper 第17/2016號。

香港金融管理局(2011)，「專題1 中國內地的貨幣狀況有多緊？」，*《貨幣與金融穩定情況半年度報告》*(2011年9月)。

國際貨幣基金組織(2011)，「People's Republic of China: Financial System Stability Assessment」，IMF Country Report 第11/321號，華盛頓特區。

3. 本港經濟

香港經濟於2018年上半年仍然保持強勁增長，但是經濟增長率於期內變得波動。預期下半年經濟將會進一步擴張，不過步伐會放緩。隨着中美貿易衝突升級，經濟增長的下行風險已經增加。本地通脹於短期內有可能進一步上升，但是仍會處於溫和的水平，而且其前景面臨上行及下行兩方面的風險。

3.1 實體經濟活動

與2017年下半年相比，香港經濟於2018年上半年仍然保持強勁增長（表3.A）。實質本地生產總值較去年下半年增長2.4%，處於長期平均水平之上。與去年同期相比，實質本地生產總值的增幅亦表現強勁，第1季及第2季分別達4.6%及3.5%，超過上兩個季度平均3.5%的增速。

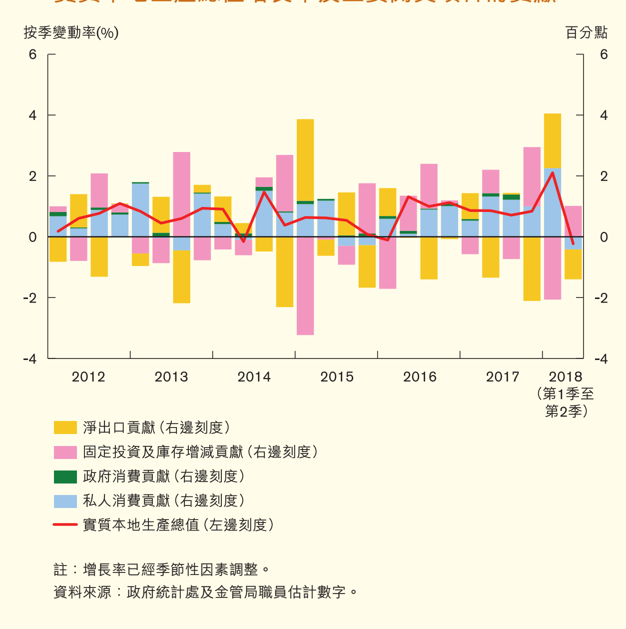
表 3.A
本地生產總值增長

	半年增長率(%)*		按年增長率(%)	
2017	上半年	1.8	第1季	4.4
			第2季	3.9
	下半年	1.6	第3季	3.6
			第4季	3.4
2018	上半年	2.4	第1季	4.6
			第2季	3.5
10年平均	(2008年上半年至2017年下半年)	1.3	(2008年第1季至2017年第4季)	2.7

* 基於以開支面編製以及經季節性因素調整的本地生產總值物量指數計算。
資料來源：政府統計處。

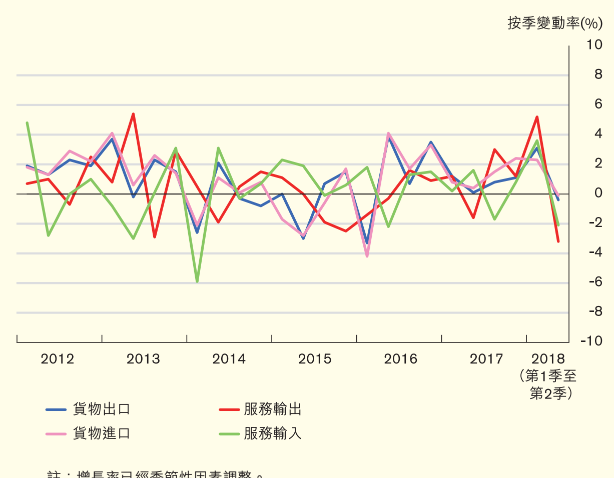
按季比較，經濟活動於上半年內變得波動，大幅增長後錄得輕微收縮（圖3.1），這與2017年下半年大體保持穩定增長的狀況形成鮮明對比。具體而言，受私人消費大幅增長及淨出口回升所帶動，經季節性因素調整實質本地生產總值於第1季增長2.1%，是多年來的高位。隨着中美貿易摩擦導致市場情緒惡化，私人消費在第2季由高位回落，對外貿易表現亦轉差（圖3.2）。故此，儘管投資開支總額回升，但是實質本地生產總值卻稍為收縮。

圖 3.1
實質本地生產總值增長率及主要開支項目的貢獻



註：增長率已經季節性因素調整。
資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

圖 3.2
實質進出口



註：增長率已經季節性因素調整。
資料來源：政府統計處。

經濟表現大致強勁，帶動2018年上半年就業職位增加。期內總就業人數增長約0.8%至約3,870,000人，其中公共行政、社會與個人服務業以及金融與商業服務業增幅最為顯著。由於實質本地生產總值增長超過就業人數增長，勞動生產力呈現進一步改善的跡象。

展望未來，預期2018年下半年經濟將繼續保持增長，但是步伐會較上半年有所放緩。外圍方面，雖然貿易保護主義抬頭（特別是美國與中國內地之間的貿易摩擦升溫）或會拖累香港的出口表現，但服務輸出有望受惠於活躍的跨境金融活動及持續復甦的訪港旅遊業。本地方面，私人消費料將持續增長，主要勞工市場狀況理想所致。至於本地固定資本形成方面，受惠於持續的住屋供應增加及基建項目發展，樓宇及建造活動應會穩步增長。然而，受利率有可能上調及多種外圍不確定因素影響，商業資本開支的前景較為不明朗。此外，以香港採購經理指數為例的市場情緒指標近期走弱，從其過往跟本地生產總值的正相關關係而估計，第3季本地生產總值按年增長動力可能進一步下滑。政府預測2018年全年實質本地生產總值增長介乎3至4%，而私營機構分析師的最新增長預測平均為3.6%。

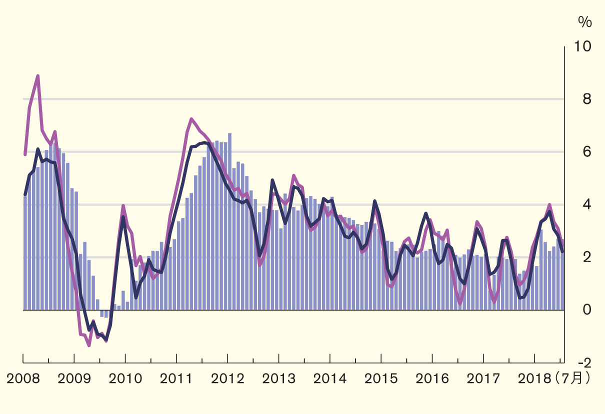
儘管預期本地經濟在基準情境中仍會保持增長，但隨着中美貿易衝突加劇，經濟增長的下行風險已經增加。雖然估計貿易衝突透過傳統貿易渠道對香港的短期影響有限[15]，但本地經濟或會透過其他渠道受到影響。因此，本地經濟所面對的總體影響可能會擴大。舉個例子，貿易摩擦或會加劇股市波動及收緊金融市場狀況，從而拖累經濟增長。由於貿易保護主義措施還在演變當中，所以經濟不確定因素增加亦可能會對宏觀經濟及金融狀況產生影響（參閱專題2）。

除貿易保護主義之外，前述的基準經濟前景還面對其他不確定因素或風險。它們主要包括各大央行的貨幣政策正常化、中國內地在金融去槓桿化下的經濟表現以及國際資金流的潛在波動等。

3.2 通脹及失業率

本地通脹於2017年跌至低位後，近期有所回升，並停留在溫和的水平。按年比較，基本綜合消費物價指數於2018年第1季及第2季均錄得2.4%的升幅，略高於前兩個季度約1.7%的平均升幅。反映通脹動力的按3個月以年率計的基本通脹率於上半年亦大致上升，從2017年12月的2.4%升至2018年7月的2.5%（圖3.3）。由於外部及本地價格均面臨壓力，所以帶動通脹動力微升。在貿易品當中，基本食品價格增長加快，部分是惡劣天氣狀況所致。就服務價格而言，外出用膳及雜項服務（例如旅行團）的價格亦隨着勞工市場與收入狀況向好而加速上升。更為重要的是，早前新簽訂的私人住宅租金的增長繼續推高通脹動力（圖3.4）。然而，近期的勞工成本壓力仍大致保持溫和（圖3.5）。

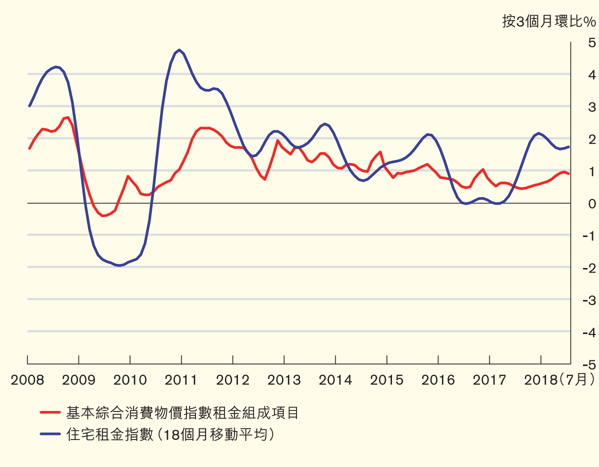
圖3.3
反映消費物價通脹的不同指標



資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

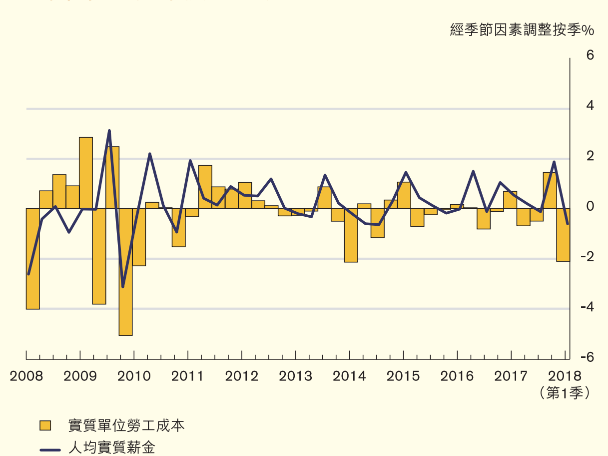
[15] 舉個例子，財政司司長於7月9日舉辦的2018亞洲商貿論壇上發表講話，提到美國在7月初實施的關税措施或將拖累香港今年的經濟增長約0.1至0.2個百分點。

圖 3.4
綜合消費物價指數租金項目及市場租金



資料來源：政府統計處及差餉物業估價署。

圖 3.5
單位勞工成本及人均薪金

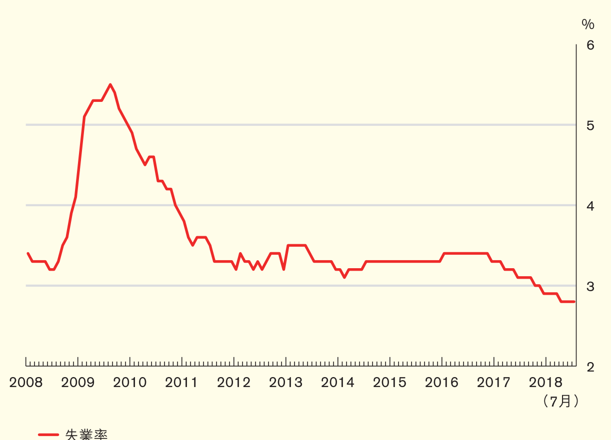


資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

展望未來，由於全球通脹壓力增加以及早前新簽訂的本地私人住宅租金增長所帶來的傳遞效應，預計本地通脹壓力於2018年餘下時間將會輕微上升。然而，2018年全年通脹應會保持溫和。政府預測2018年基本通脹率為2.5%，市場共識預測整體通脹率仍然溫和，為2.3%。

前述的通脹前景面臨上行及下行兩方面的風險。在上行風險方面，全球通脹一旦錄得超乎預期的漲幅，則有可能進一步增加本地通脹動力。本地因素方面，勞工市場繼續趨緊，經季節性因素調整的失業率由第1季的2.9%下降至第2季的2.8%，是逾20年來的最低水平（圖3.6）。當前的產出缺口估計為輕微正數，倘若勞工市場大幅收緊，則有可能對通脹構成額外的上行壓力。在下行風險方面，如果經濟增長較預期為慢，則有可能舒緩本地通脹。與此同時，美元及人民幣近期的波動或會影響香港的進口價格通脹前景。

圖 3.6
失業率



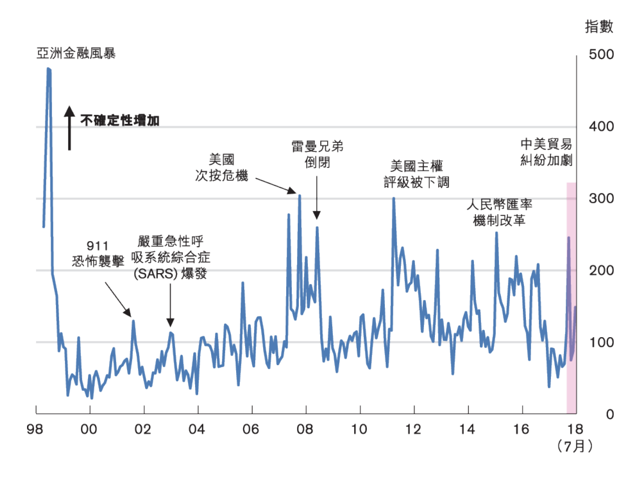
資料來源：政府統計處。

專題2
不確定性對宏觀經濟的影響—貿易糾紛升溫對香港的啟示

引言

儘管香港經濟在2018年上半年大致表現強勁，但隨着貿易戰由爭辯演變成實際行動，香港經濟的下行風險已較數月前明顯上升。有評估認為中美貿易糾紛對香港的直接影響溫和，然而貿易糾紛或可透過其他渠道對香港的經濟造成更廣及更大的影響，特別是若貿易局勢持續緊張或升溫，不確定性將會增加，並對經濟構成壓力。本專題旨在增加我們對有關傳送渠道的了解。我們首先討論如何量化經濟不確定性，然後透過實證識別不確定性所帶來的宏觀經濟影響。根據實證研究結果，我們會探討貿易糾紛升溫對香港經濟的啟示。

圖 B2.1
香港經濟不確定性指數



資料來源：金管局職員估計數字。

不確定性指數及實證模型

我們參考過往文獻，編製一項以每月新聞作為基礎的香港經濟不確定性指數。首先我們從10份本地主要中文報章識別在1998年4月至2018年7月期間所有關於香港經濟的新聞，然後計算每份報紙於每月包含不確定性相關字句的報導佔比。我們再將10項佔比數字以各份報章的標準差進行標準化，並按月計算其平均值。為了以指數形式來表示所得的數值，我們將1998年4月至2009年12月期間的平均數設定為100。我們採用經季節性調整後的指數進行分析。根據定義，指數數值越高代表不確定性水平越高。[16]

香港經濟不確定性指數的變動主要受到外圍環境所帶動（圖B2.1），這符合香港屬細小而開放的經濟體的情況，特別是當指數急升時，通常均涉及重大外部衝擊。而一些本地衝擊，例如2003年爆發的嚴重急性呼吸系統綜合症(SARS)，亦為香港經濟增加不確定性。

香港經濟不確定性對宏觀金融狀況的影響可透過不確定性指數來分析。具體而言，我們設計了一個簡單的向量自迴歸模型(Vector Autoregressive model)，當中包括六個內生變數：本地生產總值、私人投資及消費的實質按年增長率、私營企業職位空缺增長率、金融狀況指數[17]及香港經濟不確定性指數。為控制可能由外圍經濟環境所帶來的影響，該模型選用全球國內生產總值增長率作為外生變數。

這個簡單的模型可識別經濟不確定性是從何種渠道影響香港的實體經濟。理論上，由於調整成本或／及不可逆轉的因素存在[18]，經濟不確定性增加會導致企業延遲投資或經濟活動。而它們亦因經濟不確定性增加而減少提供職位空缺，求職者在勞動市場尋找工作時會面臨更大阻滯[19]。因此，預計經濟不確定性增加將令投資及消費增長減少，以致本地生產總值增長下降。

---

[16] 有關計算方法的詳情，請參閱Wong等人(2017)「Measuring Economic Uncertainty and its Effect on the Hong Kong Economy」，金管局研究備忘錄11/2017。

[17] 數值越高表示金融狀況寬鬆，反之亦然。有關指數的計算是按照Chan等人的加權總和法(2016)「Financial Conditions Indexes for Hong Kong」，金管局研究備忘錄09/2016。

[18] 請參閱Bernanke (1983)，「Irreversibility, Uncertainty, and Cyclical Investment」，《Quarterly Journal of Economics》，第98(1)卷，第85-106頁。

[19] 請參閱Guglielminetti (2016)，「The Labour Market Channel of Macroeconomic Uncertainty」，《Bank of Italy Temi di Discussione Working Paper》，第1068號。

經濟不確定性亦會透過金融渠道影響香港的實體經濟，特別是當經濟不確定性增加時，放貸者可能會減少信貸供應及／或收取更高的息差，而資產市場將受到更強大的下調壓力。收緊的金融狀況有機會對實體經濟產生漣漪效應。該金融渠道亦意味經濟不確定性指數與金融狀況指數呈負相關性。

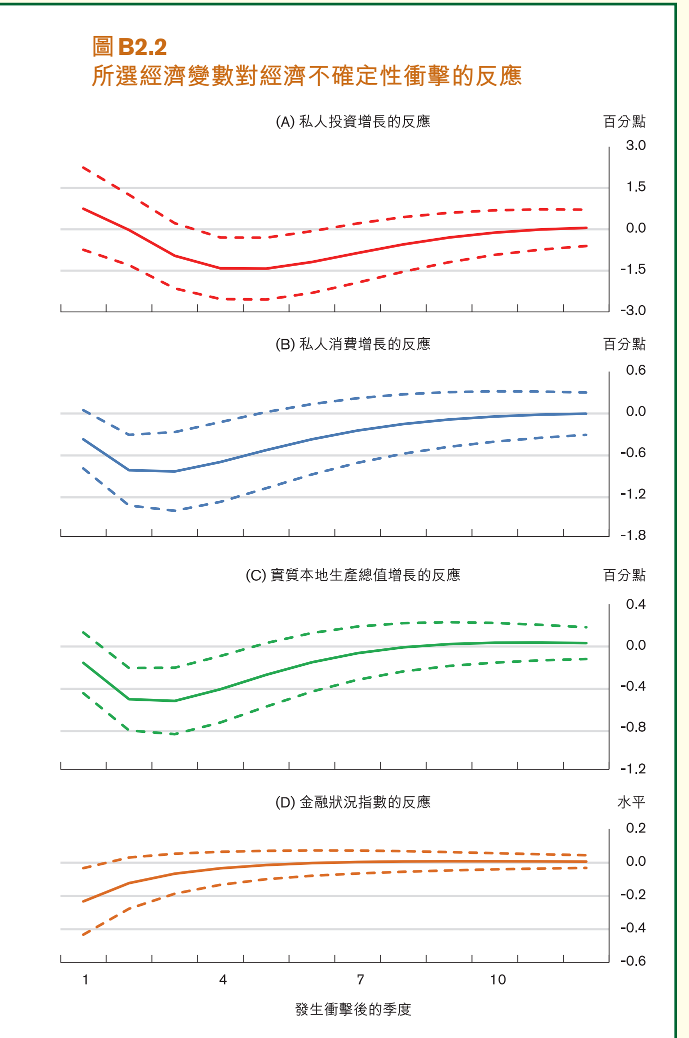
實證結果

我們採用1998年第三季至2018年第一季的季度數據在模型中進行估算。基於Schwartz訊息準則(Schwartz Information Criterion)及考慮到樣本偏小，該模型的滯後長度設定為1季。透過估算的廣義衝擊反應函數(generalised impulse response functions)，圖B2.2顯示所選的經濟變數對增加經濟不確定性後的反應[20]。實證結果與經濟學的直觀預測符合。尤其是當經濟不確定性增加時，私人消費及投資增長會受到遏抑，令經濟增長受壓。

估算的衝擊反應函數顯示經濟不確定性的衝擊傳導裡存在兩種特性。首先，儘管實體經濟的即時反應相對溫和，但長期反應則趨於強勁及持久。具體而言，私人投資的反應在最初的衝擊後3至6個季度最為顯著。私人消費的反應亦出現類似情況，最大的影響在衝擊後約2至3個季度。有關研究結果顯示，經濟不確定性衝擊的全面影響或需較長時間才能反映於實體經濟上(圖B2.2中的圖A至C)。

其次，如金融狀況指數的衝擊反應所見，經濟不確定性增加將對金融狀況產生急速但短暫的影響(圖B2.2中的圖D)。

圖 B2.2
所選經濟變數對經濟不確定性衝擊的反應



註： 假設所選的經濟變數所受衝擊為不確定性指數上升一個標準差。實線表示反應函數，虛線表示標準誤差區間。

資料來源：金管局職員估計數字。

20 為免衝擊反應函數存在次序依賴性的問題，我們在此使用廣義的衝擊反應函數。

貿易糾紛升溫對香港的啟示

本研究分析顯示，若貿易糾紛令經濟不確定性持續高企，香港的金融狀況及實體經濟下行風險將會顯著上升。

雖然貿易糾紛的直接影響暫時仍屬溫和，但我們需要格外留意其後續發展，原因是香港的經濟不確定性指數已有所上升，而且基於以下三項因素，間接影響的幅度至今仍甚不明確。首先，我們的實證研究結果顯示，由貿易糾紛所帶來的經濟不確定性的全面影響或需較長時間才能反映於實體經濟上。其次，雖然我們的分析揭示貿易糾紛升溫的風險如何透過特定的間接渠道，即是以不確定性的渠道來傳送，但透過其他潛在的傳導機制及影響幅度仍未全面了解。最後，貿易糾紛會否進一步升溫亦難以預計。

4. 貨幣及金融狀況

匯率、資金流及貨幣動向

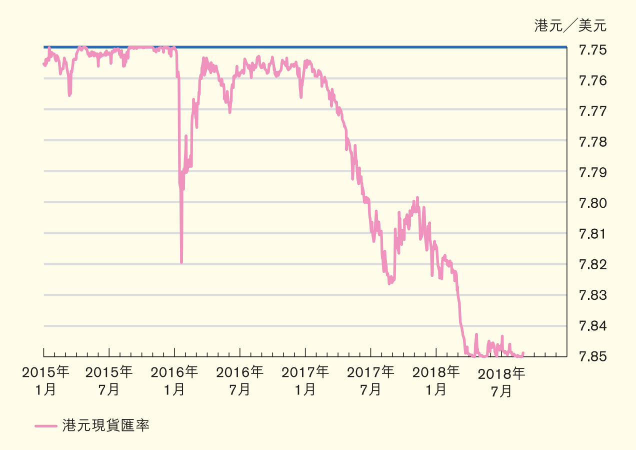
主要由於套息交易活動增加，港元現貨匯率自3月份開始逐步轉弱，弱方兌換保證於4月、5月及8月被觸發共27次。儘管如此，港元交易仍暢順有序，在弱方兌換保證匯率7.85附近徘徊。自第2季以來，港元銀行同業拆息普遍走高，這反映在觸發弱方兌換保證後銀行同業市場的流動資金縮減，以及新股集資活動相關的資金需求和季節性流動資金需求等因素。展望未來，面對中美貿易摩擦以及由此引發的避險情緒，資金流或會加劇波動。與此同時，資金流出港元，是香港利率正常化的必經過程，亦是聯繫匯率制度下的正常運作。銀行體系持有大量外匯基金票據，銀行可以利用這些票據在貼現窗取得港元流動資金，這可有效緩衝利率過於波動的情況。金管局亦隨時準備透過調較外匯基金票據的發行量以提供額外流動性，以應對資金可能出現急劇流出港元的情況。

4.1 匯率及資金流

主要由於套息交易活動增加，港元自3月份以來逐步轉弱，2018年首八個月，港元兌美元現貨匯率在7.815至7.850之間窄幅上落（圖4.1）。在4月12日至18日期間，弱方兌換保證被觸發13次，5月15日至18日期間弱方兌換保證被觸發6次。此後，自5月下旬起，港元兌美元現貨匯率稍為轉強，部分受到港元的季節性需求（例如企業派息衍生的需求）以及大型新股集資活動衍生的銀行間資金需求所支持。踏入7月份和8月份，港元仍大致保持穩定，並在弱方兌換保證附近徘徊。於8月份，由於套息交易活動增加、企業匯回新股集資所得資金、以及股市相關資金流出，弱方兌換保證再度被觸發8次。

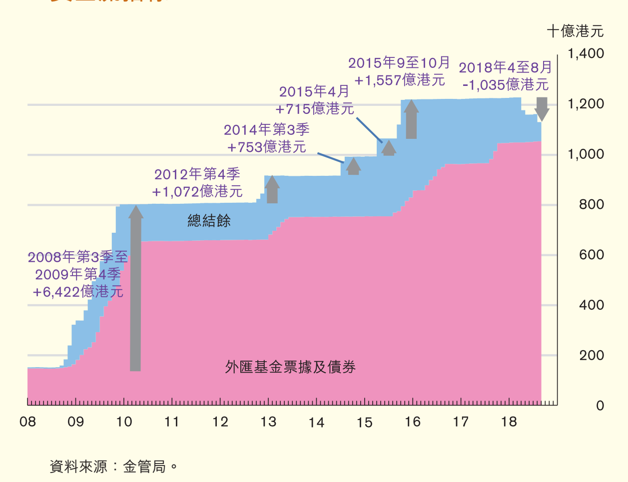
總計來説，弱方兌換保證於4月、5月及8月被觸發共27次。自4月12日首次觸發弱方兌換保證以來，金管局根據聯繫匯率制度的設計，於弱方兌換保證7.8500水平向銀行合共買入1,035億港元（截至8月底數字）。每次買入金額介乎8億港元至102億港元之間，這導致銀行體系總結餘從3月底的1,797億港元減少至8月底的764億港元（圖4.2）。

圖4.1
港元匯率



資料來源：金管局。

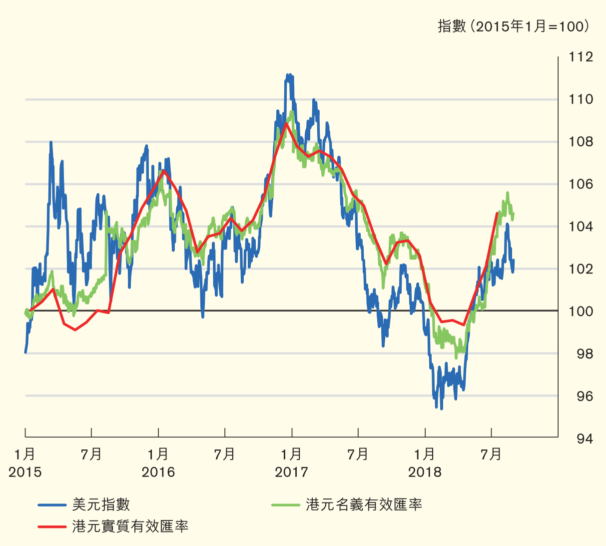
圖 4.2
資金流指標



資料來源：金管局。

於3月至4月中旬，港元的名義有效匯率指數基本跟隨美元小幅波動，但其後走強（圖4.3）。由於香港與其貿易夥伴之間的通脹率差距甚小因而對實質有效匯率指數影響有限，港元實質有效匯率指數的走勢緊貼名義有效匯率指數。

圖 4.3
名義及實質有效匯率



註：實質有效匯率指數經季節因素調整，僅有月度數據。
資料來源：政府統計處及金管局職員估計數字。

證券投資於第1季錄得流出。最新的國際收支平衡統計資料顯示，第1季本地居民的股票證券投資流出加快，而非本地居民的流入轉為流出，反映區內市場氣氛疲弱（表4.A）[21]。根據國際收支平衡的統計資料，本地居民的債務證券投資錄得流出，抵銷非本地居民的債務投資流入。基於對全球互惠基金進行調查的數據亦顯示廣泛的資金流出趨勢（圖4.4）。股市於首五個月錄得若干資金流入，隨後自6月份轉為流出，而債券投資自年初以來顯然處於流出狀態，與亞洲地區的資金流向基本一致。

表 4.A
跨境證券投資資金流

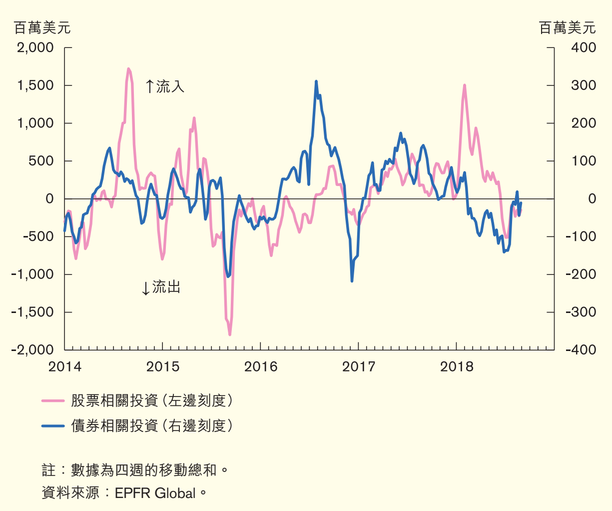
（十億港元）	2015	2016	2017 第1季	2017 第2季	2017 第3季	2017 第4季	2018 第1季
來自香港居民							
股權及投資基金份額	-420.2	-354.7	-64.1	-17.3	0.6	-22.7	-101.2
債務證券	-241.0	-175.5	108.0	128.0	-68.3	-41.0	-108.0
來自非香港居民							
股權及投資基金份額	-329.7	19.3	14.2	28.1	27.2	19.3	-77.3
債務證券	20.0	41.3	44.9	90.4	27.0	30.8	40.9

註：正值顯示資金流入。
資料來源：政府統計處。

展望未來，面對中美貿易摩擦變得不明朗以及由此引發的避險情緒，資金流或會加劇波動。此外，由於市場對美聯儲會繼續加息的預期，港美息差或會進一步擴大，從而再度刺激套息交易活動而導致資金流出。資金流出港元，是香港利率正常化的必經過程，亦是聯繫匯率制度下的正常運作。過往多年有大量資金流入港元體系，金管局一直將這些資金存放於外匯基金內，並投資在流動性相當高的美元資產。當資金流出並觸發弱方保證時，金管局可隨時運用這些資金兌換予市場參與者。

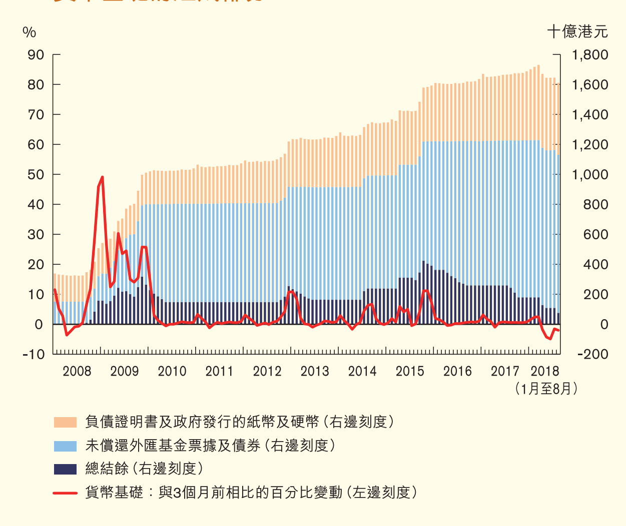
[21] 在撰寫本報告時，第2季的國際收支平衡統計資料尚未公佈。

圖 4.4
股票及債券相關資金流的市場調查



註：數據為四週的移動總和。
資料來源：EPFR Global。

圖 4.5
貨幣基礎的組成部分



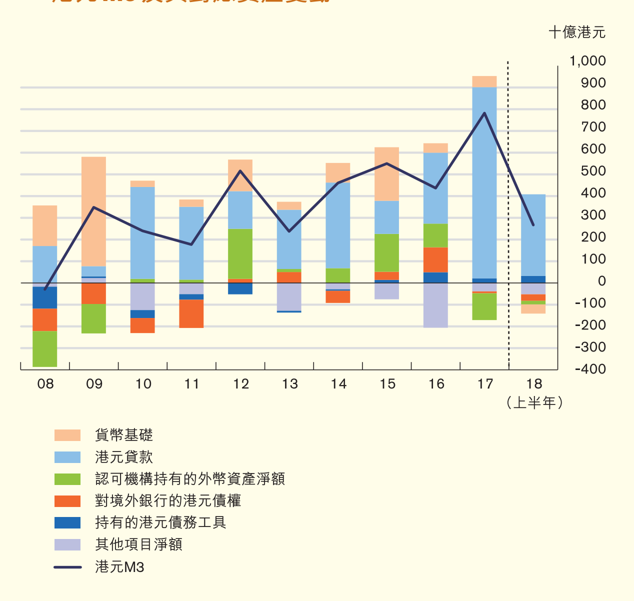
資料來源：金管局。

4.2 貨幣環境及利率

儘管美國貨幣政策正常化進程持續，以及弱方兌換保證多次被觸發，但香港的貨幣環境於2018年上半年及近期仍然保持寬鬆。總體而言，儘管港元貨幣基礎於上半年縮減2.5%，但於6月底仍然規模龐大，達到16,448億港元（圖4.5）。鑑於金管局根據聯繫匯率制度經弱方兌換保證買入港元，總結餘從2017年12月底的1,798億港元縮減至2018年6月底的1,095億港元。至於貨幣基礎的其他組成部分，未償還外匯基金票據及債券變化不大，而負債證明書與政府發行的流通紙幣及硬幣則略有增加。踏入下半年，弱方兌換保證再度被觸發，總結餘進一步下跌至於8月底的764億港元，以致港元貨幣基礎略為下跌。

儘管貨幣基礎有所縮減，但受到本地經濟狀況良好所支持，港元貨幣供應繼續錄得相對穩定的增長。港元廣義貨幣供應（港元M3）的增長由2017年下半年的2.5%加速至今年上半年的3.6%。相應地作為港元M3的主要組成部分，港元存款上半年增長3.6%，其中港元定期存款回升，反映銀行已調高港元定期存款的優惠利率。對應資產分析顯示，港元M3的增長主要反映港元貸款的增長（圖4.6），而觸發弱方兌換保證所導致的貨幣基礎縮減則對港元M3構成拖累。

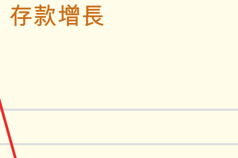
圖 4.6
港元 M3 及其對應資產變動

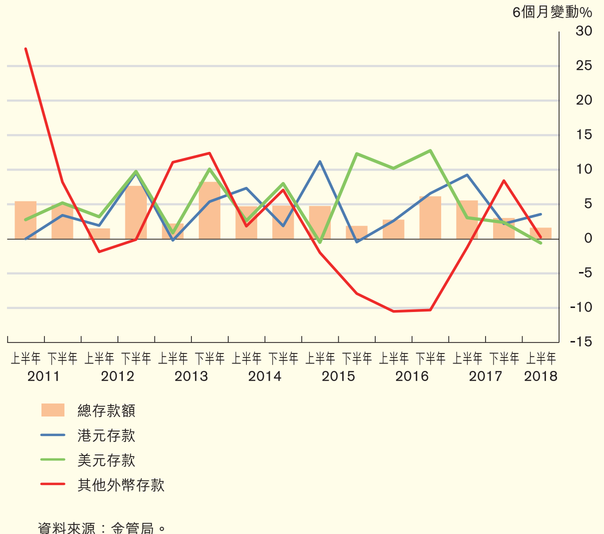


註：貨幣概覽中的港元M3乃經過調整，以計及外幣掉期存款及剔除持牌銀行的政府存款及外匯基金存款。
資料來源：金管局職員估計數字。

另一方面，外幣存款表現頗為參差。相對於港元存款的穩步增長，美元存款則於上半年微跌0.6%（圖4.7），部分是由於香港居民持有的美元存款減少所致。其他外幣存款在2017年下半年錄得強勁反彈後，上半年的增速跌至0.2%，這反映非人民幣存款增長放緩，儘管人民幣存款增長強勁。總體而言，上半年認可機構的存款總額輕微增長1.6%，而2017年下半年的增幅則為3.0%。

圖4.7
存款增長



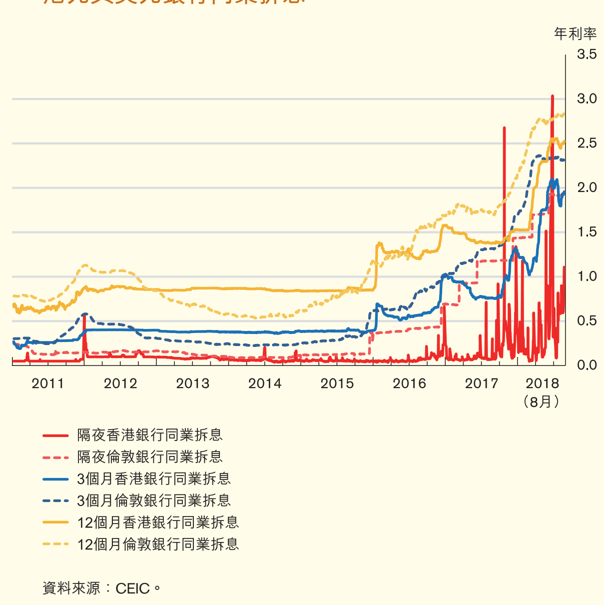


資料來源：金管局。

儘管港元貨幣基礎及存款仍然龐大，但港元銀行同業拆息自第2季開始面臨更多的上升壓力，反映美國加息的預期，以及弱方兌換保證觸發後銀行同業的流動資金有所縮減。新股集資活動及季節性的流動資金需求偶爾將短期銀行同業拆息[22]顯著推高，隔夜港元銀行同業拆息於小米新股認購期間一度飆升至3.0%（圖4.8）。另一方面，還款期較長的港元銀行同業拆息波幅較少，但逐步跟上美國同年期拆息的步伐，導致港元銀行同業拆息與倫敦美元銀行同業拆息之間息差收窄。與六個月前相比，3個月及12個月港元銀行同業拆息分別上升72與93個基點至6月份分別為1.98%及2.45%（以該月平均值計算）。

踏入下半年，在6月底個別大型新股完成集資活動之後，短期港元利率有所回落。隔夜港元銀行同業拆息於7月中旬一度回調至近期低位0.08%，隨後於8月底回升至0.9%左右。與此同時，還款期較長的港元銀行同業拆息大致穩定。總體而言，於8月份3個月及12個月港元銀行同業拆息平均為1.88%及2.49%。

圖4.8
港元與美元銀行同業拆息

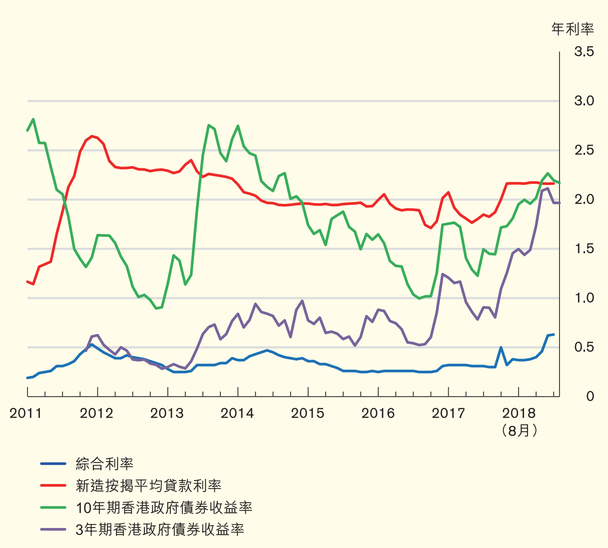


資料來源：CEIC。

上半年的港元收益率曲線上移但趨於平坦，與美元收益率曲線的變動大致相若。10年期香港政府債券收益率上升36個基點，於8月底收報2.19%（圖4.9），而3年期政府債券升幅較大，上升54個基點，於8月底收報2.06%。

[22] 按隔夜及一週香港銀行同業拆息來計算。

圖 4.9
政府債券收益率、綜合利率及新造按揭平均貸款利率



資料來源：金管局及金管局職員估計數字。

至於零售層面，衡量零售銀行平均港元融資成本的綜合利率，自第2季隨着港元銀行同業拆息抽升而面臨更大的上升壓力。受到銀行同業及存款資金成本上升所影響，綜合利率由3月底的0.38%上升至7月底的0.63%（圖4.9）。在今年上半年，新造按揭平均貸款利率則相對穩定於2.15%左右，這反映儘管港元銀行同業拆息走高，但以銀行同業拆息為基準的按揭平均利率維持在現行最優惠利率為基準的上限水平。踏入8月份，銀行調高以港元銀行同業拆息為基準的新造按揭利率上限，實際按揭息率因而上升。

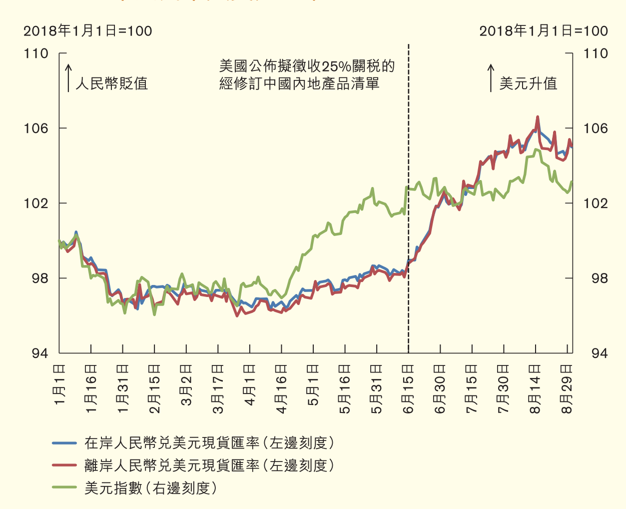
展望未來，隨着美國貨幣政策正常化進程持續，港元利率無可避免會繼續上升，而上升步伐主要取決於美元利率走勢、資金流向、以及本地金融市場活動（例如新股認購活動）。鑑於港元貨幣基礎仍然龐大，加上銀行體系持有大量外匯基金票據，銀行可以將票據作抵押，在貼現窗借入港元資金，故預料港元利息上升步伐應不會太急。此外，金管局亦隨時準備透過調較外匯基金票據的發行量以提供額外流動性，以應對資金可能出現急劇流出港元的情況。

（為精簡報告，關於包括家庭負債在內的銀行信貸的討論已移至第5章 — 銀行業的表現。有關信貸風險的討論請參閱第5.3節。）

離岸人民幣銀行業務

隨着美國與中國內地的貿易摩擦加劇，離岸人民幣和在岸人民幣兑美元匯率自6月中旬以來急劇貶值（圖4.10），並打斷了離岸人民幣和在岸人民幣兑美元匯率於2018年首五個月的穩定走勢。隨着逆周期因子被重新引入在人民幣兑美元的中間價定價機制下，人民幣匯率已於8月再度穩定下來。[23] 此外，自6月中旬以來的貶值壓力亦導致離岸人民幣對在岸人民幣在大多數時間呈現折讓（圖4.11）。儘管如此，差價按歷史標準而言仍屬適度。

圖 4.10
2018年人民幣與美元匯率



註：
1. 為方便比較，在岸人民幣兑美元、離岸人民幣兑美元及美元指數已被標準化成指數形式，並將2018年1月1日的數值統一設定為100。
2. 美元指數是一項貿易加權指數，用以衡量美元兑其主要貿易夥伴的一籃子貨幣。指數數值升高表明美元兑該等貨幣走強。

資料來源：彭博。

[23] 詳情請參閱中國外匯交易中心的新聞稿：http://www.chinamoney.com.cn/chinese/rdgz/20180824/1154562.html?cp=rdgz

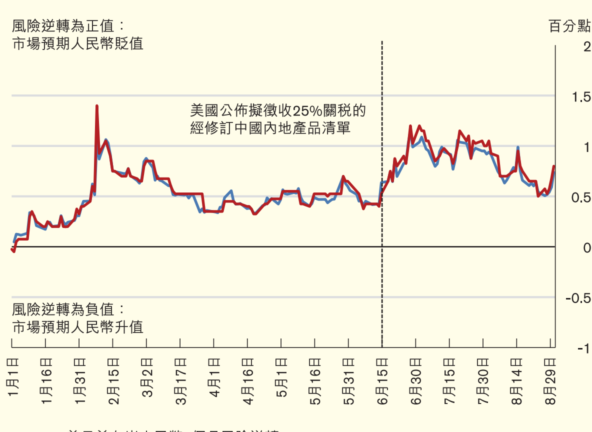
圖 4.11
在岸及離岸人民幣匯率



資料來源：彭博。

因應中美貿易摩擦導致的不確定因素依然存在下，市場對人民幣的貶值預期自6月中旬以來有所升溫，這情況可從美元兌在岸及離岸人民幣的風險逆轉的上升走勢反映出來，但貶值預期在8月時已有所舒緩（圖4.12）。

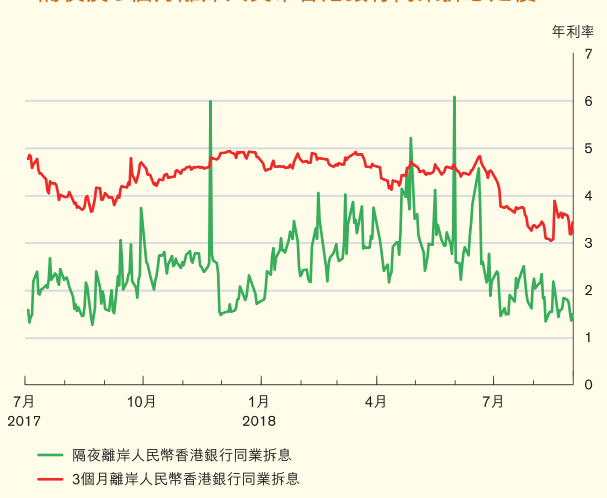
圖 4.12
2018 年人民幣兌美元的風險逆轉



註： 風險逆轉數值按照3個月delta值為25的美元認購期權的引伸波幅減去3個月delta值為25的美元認沽期權的引伸波幅計算。風險逆轉數值為正（負）值表明市場預期人民幣兌美元貶值（升值）的可能性增加。
資料來源：彭博及摩根大通。

儘管現貨匯率市場顯著波動，中美貿易摩擦尚未對離岸銀行同業市場的資金狀況造成不良影響。除偶爾因季節性因素而有所上升外，隔夜離岸人民幣香港銀行同業拆息於2018年首八個月大多維持在4%以下（圖4.13）。3個月離岸人民幣香港銀行同業拆息於2018年1月至6月期間一直在4.5%附近上落，並隨後於2018年8月底回落至3.4%，而這下調可能受惠於中國人民銀行近期推出的寬鬆貨幣措施。[24] 展望未來，中美貿易關係發展未來數月對離岸人民幣銀行同業市場流動性究竟有何影響，仍然有待觀察。

圖 4.13
隔夜及 3 個月離岸人民幣香港銀行同業拆息定價

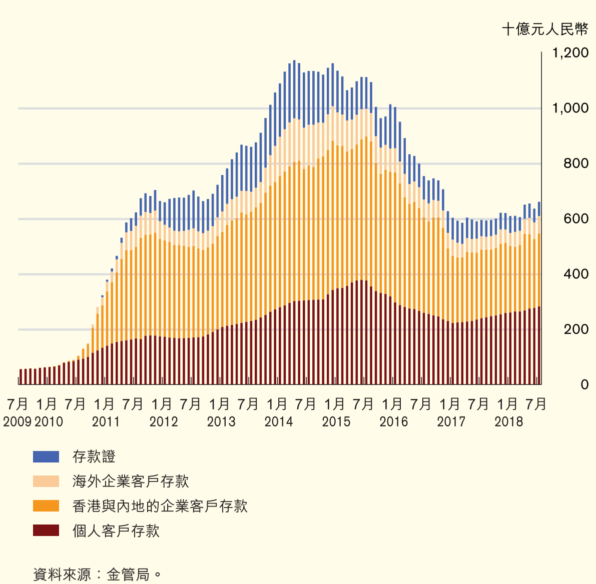


資料來源：財資市場公會。

回顧期內，香港的離岸人民幣資金池繼續增長。人民幣客戶存款及存款證餘額於2018年上半年增長2.6%至6月底的6,342億元人民幣（圖4.14及表4.B）。人民幣客戶存款總共增長4.5%，但其對資金池的增長貢獻因存款證餘額的縮減而被部分抵銷，存款證則於2018年上半年下滑16.2%。人民幣客戶存款的增長同時由個人及企業客戶所帶動，而兩者分別增長7.3%及2.2%。

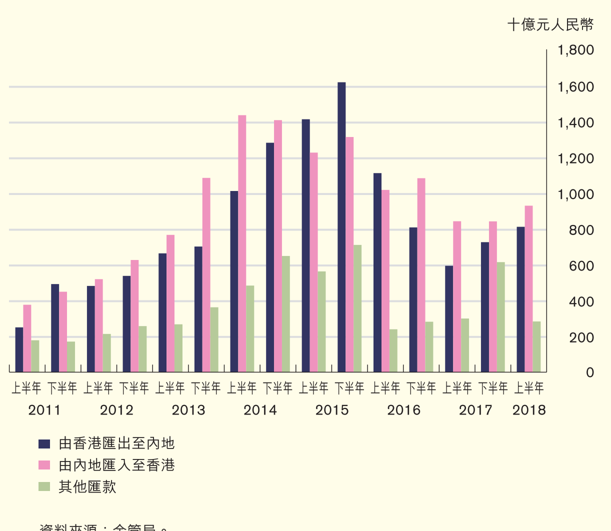
[24] 有關措施詳情，請參閱本報告第2.2章「財政及貨幣政策」一節。

圖4.14
香港的人民幣存款及存款證



資料來源：金管局。

圖4.15
人民幣貿易結算匯款



資料來源：金管局。

表4.B
離岸人民幣銀行業務統計

	2017年12月	2018年6月
人民幣存款及存款證（十億元人民幣）	618.4	634.2
其中：		
人民幣存款（十億元人民幣）	559.1	584.5
人民幣存款佔存款總額(%)	5.3	5.3
人民幣存款證（十億元人民幣）	59.3	49.7
未償還人民幣貸款（十億元人民幣）	144.5	123.3
參與香港人民幣結算平台的銀行數目	203	200
應付海外銀行的金額（十億元人民幣）	95.4	106.3
應收海外銀行的金額（十億元人民幣）	131.3	147.8
	2018年1月至6月	
香港人民幣貿易結算（十億元人民幣）	2,021.6	
其中：		
由內地匯入至香港（十億元人民幣）	928.1	
由香港匯出至內地（十億元人民幣）	810.5	
香港人民幣即時支付結算系統的交易額（期內每日平均數額；十億元人民幣）	935.0	

資料來源：金管局。

2018年上半年，香港的人民幣融資活動進一步放緩，儘管跌幅已經減慢。未償還人民幣銀行貸款於上半年下降14.7%至1,233億元人民幣。與此同時，香港的人民幣貿易結算繼2017年下半年強勢反彈後有所整固。2018年上半年香港銀行處理的人民幣貿易結算交易額達20,216億元人民幣，較去年下半年減少7.3%（圖4.15）。人民幣即時支付結算系統的日均成交金額高達9,350億元人民幣，高於2017年同期的8,862億元人民幣。

展望未來，香港離岸人民幣市場的發展取決於市場在中美貿易摩擦籠罩下對人民幣匯率走勢的預期，以及內地的宏觀金融狀況。儘管如此，預期香港的離岸人民幣業務將受惠於內地持續開放資本帳、股票與債券的互聯互通發展、以及「一帶一路」與「粵港澳大灣區」倡議下推動的區內經濟合作。

資產市場

鑑於市場對貿易戰的影響擔憂加重，以及發達經濟體的貨幣狀況日益收緊，香港股市於回顧期內面臨壓力。儘管外圍環境愈發艱難，港元債券市場於2018年上半年仍穩步擴張。在經濟環境穩健的情況下，住宅物業市場上半年表現仍然活躍。樓價持續上升，成交亦保持暢旺。然而踏入第三季，樓市開始出現放緩跡象。

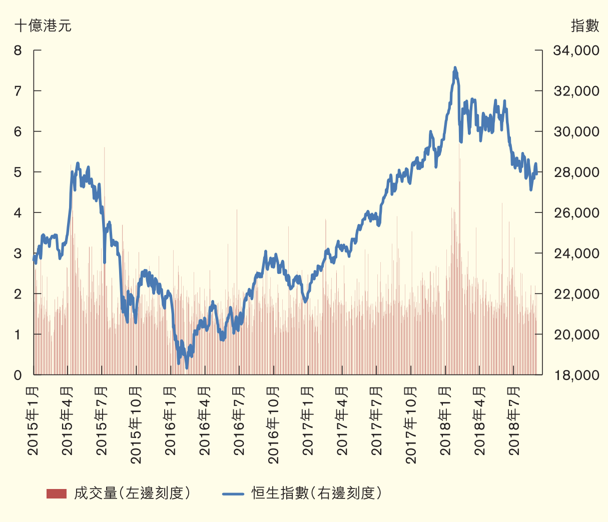
4.3 股市

由於貿易衝突升級及發達經濟體的貨幣正常化進程快於預期，香港股市於回顧期內面臨壓力（圖4.16）。北韓當局於6月份重申無核化承諾後，朝鮮半島地緣政治的緊張局勢得以緩和，但全球股市其後迅速被美國與其主要貿易夥伴之間日益加劇的貿易摩擦陰影所籠罩。尤其是在美國對中國出口商品實施一連串懲罰性關稅，而中國相應作出相等的報復性措施之後，市場擔憂更強硬的後續措施將隨之而來，從而導致衝突更難以化解，本港股市因此於7月份和8月份大幅調整。

與此同時，發達經濟體的經濟前景好轉，促使各大央行較預期加快緊縮步伐。經過6月份召開的聯邦公開市場委員會會議後，與會者對今年加息次數的預測由早前的三次上調至四次。歐洲央行管理委員會亦計劃於2018年12月終止淨資產購買。與此同時，英倫銀行於8月份宣佈加息25個基點，將政策利率調高自2009年3月以來的最高位。由於預期貨幣政策寬鬆程度降低，全球債券收益率逐步攀升，令風險較高的資產類別吸引力降低。這亦削弱了港股的吸引力，並反映在香港股票基金淨流入的回縮（圖4.17）。於回顧期內，本港股市亦錄得內地投資者透過滬港通及深港通輕微外流，南向資金累計買入淨額較2月底下降5%（圖4.18）。

儘管以期權引伸波幅衡量的市場避險情緒由早前2月份的峰值回落，偏斜指數（亦稱為「黑天鵝指數」，一個衡量美國市場尾端風險的指標）在接近回顧期末急升，反映投資者日益關注不斷上升的尾端風險，因而願意付出更多代價以對沖市場下跌風險（圖4.19）。[25] 總體而言，2018年3月至2018年8月期間，恒生指數及恒生中國企業指數（HSCEI，亦稱作H股指數）分別下滑10.2%及12.5%。

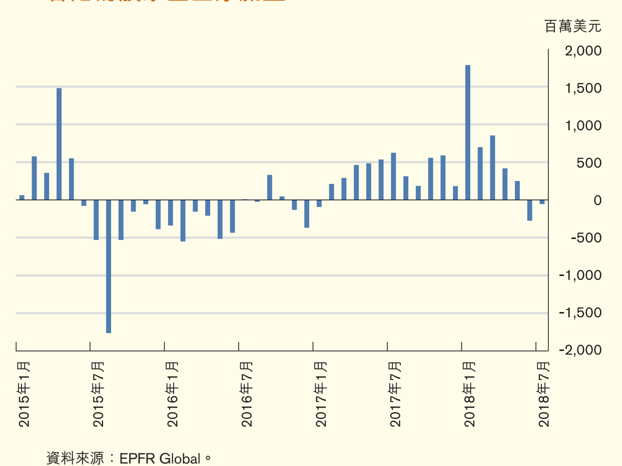
圖4.16
香港股票價格



資料來源：彭博。

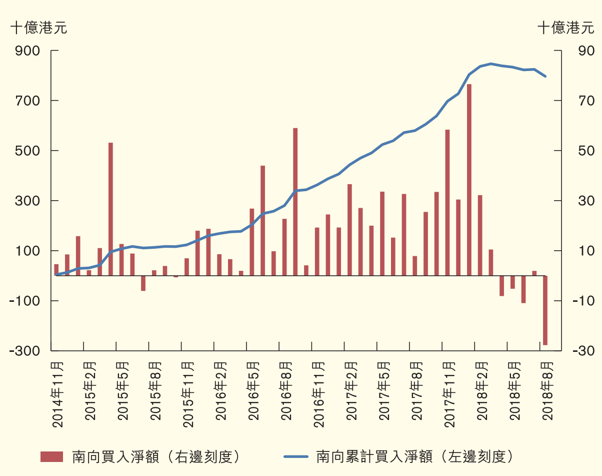
[25] 偏斜指數由芝加哥期權交易所根據標普500價外期權的價格計算。偏斜值為100，即表示30日期間發生異常負回報的概率可以忽略不計。隨着偏斜升至100以上，標普500指數回報分佈的左尾權重增加，表明發生異常負回報的概率變得更加顯著。詳情請參閱https://www.cboe.com/products/vix-index-volatility/volatility-indicators/skew。

圖4.17
香港的股票基金淨流量



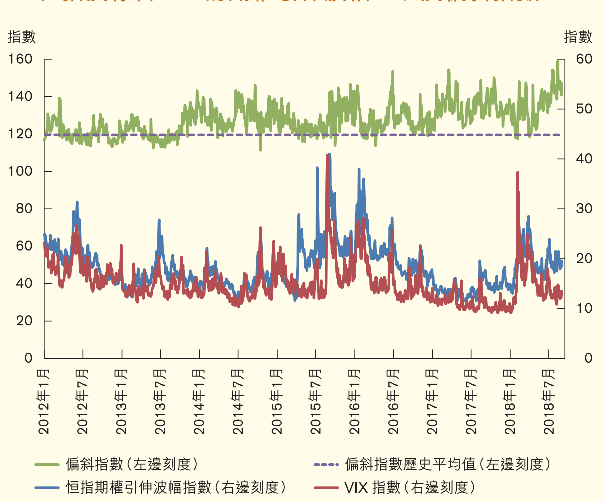
資料來源：EPFR Global。

圖4.18
股票市場交易互聯互通機制的累計南向買入淨額



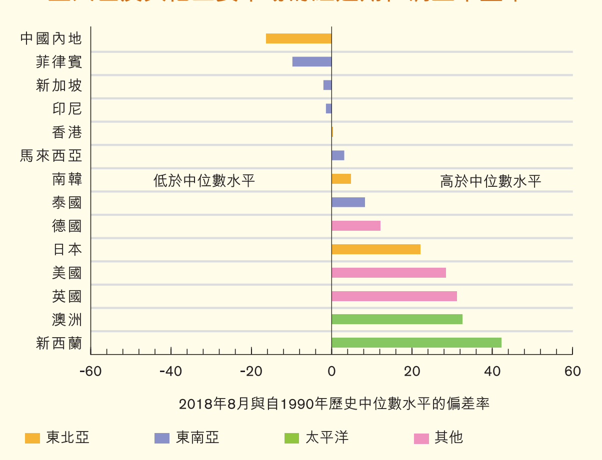
註：南向買入淨額指滬港通及深港通淨買入淨額的總和。
資料來源：CEIC、香港交易所及金管局職員估計數字。

圖4.19
恒指及標普500的期權引伸波幅，以及偏斜指數



資料來源：彭博及金管局職員估計數字。

圖4.20
亞太區及其他主要市場的經週期性調整市盈率



資料來源：彭博、CEIC及金管局職員估計數字。

展望未來，本港市場仍極易受外圍因素的影響，尤其是日益升級的貿易衝突以及各大央行收緊貨幣政策的步伐。由於過去六個月的企業盈利狀況普遍符合市場預期，大部分股票經近期調整後估值實際有所改善。按經週期性調整市盈率指標計算，香港股市相對其他主要市場而言仍具吸引力，亦因而更有能力抵禦外來衝擊（圖4.20）。由於港股估值相對更具吸引力，長線機構投資者或會看重其價值而買入，從而為市場提供緩衝，尤其若果市場在現有水平下進一步調整。專題3專門探討這類投資者參與本港股市對香港金融穩定的影響。

專題3
長線機構投資者有助促進香港的金融穩定嗎？

引言[26]

不同文獻就長線機構投資者對穩定金融市場的貢獻意見不一。一方面，長線機構投資者在市況變差時會調整投資組合，由較安全的資產轉向較高風險的資產，以謀求長期投資回報。這種以價值為出發點的買賣策略有助紓緩資產價格波幅，為金融系統帶來逆周期影響。另一方面，當金融市場動盪時，此類投資者會有順周期表現（即把投資組合由較高風險的資產調向較安全的資產），以遵守監管規定，或滿足短期流動資金的需要。這種資金流向優質資產的策略可能會高估短期投資回報而低估長遠投資回報，導致金融市場不穩定或令其不穩定的情況惡化。

過去數十年，此類長線機構投資者一直管理大量全球金融資產，該等資產在金融市場不穩時對市場氣氛的影響尤其深遠。自2009年起，該等資產增長強勁，於先進經濟體及新興市場經濟體分別錄得6%及18%的平均增長率。[27]

有鑑於此，本專題探討參與香港股票市場投資的長線機構投資者的買賣行為，藉此分析他們投資組合的調整部署對香港的潛在影響。

方法及數據

根據文獻，識別長線機構投資者投資行為的方法之一是觀察他們在股價下跌時有否大幅增加或減少股票投資。[28]股市顯著下跌期間，若長線機構投資者增加（減少）股票投資，長線機構投資者的投資量變動便會與股市回報成負向（正向）關係，從而對股市造成逆周期（順周期）的影響。

我們運用長線機構投資者在股市投資的淨資產總額的百分比變動，扣除該股票市場回報，計算出他們於香港股票的投資變動。此計算方法所得的數量變動（即排除價格影響後的資金流）與基金資產分配變動更為一致。因此，若長線機構投資者的資金流出現正值（負值）變動，則代表他們增加（減少）了於香港股票的投資額。

我們的全部樣本包含6,872個退休及保險基金，這些基金均曾在2001年第一季至2017年第一季期間於香港股市有投資。為免最終結果受到不當影響，我們篩走大量小型基金，最後樣本由合共1,010個基金組成，其持有的總資產佔全部樣本的95%。2016年年底，這些基金的三份之二資產投資於環球股票（圖B3.1），反映股票為其主要投資資產。在這些環球股票中，香港股票約佔1%。雖然比率較小，但其資產規模與香港股市每天的成交金額相若。於2016年第四季，有關資產規模佔香港聯交所主板上市股票日均成交金額的79%。[29]

---

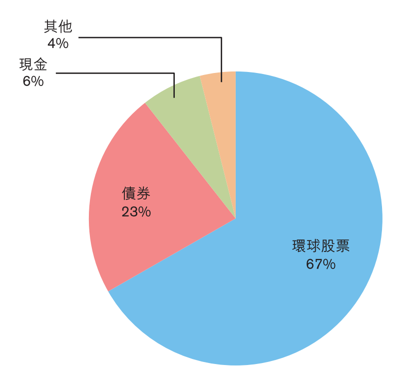
[26] 本專題的詳細結果載於Fong等人(2018)，「長線機構投資者有助促進香港的金融穩定嗎？—來自香港及國際市場股票投資的證據」，《香港金融研究中心工作論文》（即將刊載）。

[27] 有關增幅記錄於金融穩定委員會的《2017年全球影子銀行監測報告》。2016年，29個參與匯報的司法管轄區的保險公司及退休基金的金融資產總額達60萬億美元，約佔全球金融資產的18%。

[28] Abbassi等人(2016)，「Security trading by banks and credit supply: micro-evidence from the crisis」，《Journal of Financial Economics》，第121期，第569至594頁；及Timmer (2018)，「Cyclical investment behavior across financial institutions」，《Journal of Financial Economics》，第129期，第268至286頁亦有採用該方法。

[29] 資料來自香港交易所《證券及衍生產品市場季報》。季內日均成交金額為639億港元。

圖 B3.1
長線機構投資者在全球金融市場的投資

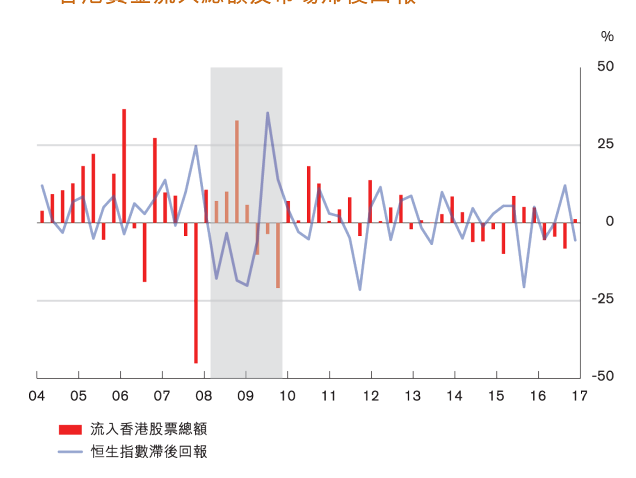


資料來源：晨星。[30]

實證證據

圖B3.2顯示了2004年至2017年期間的季度整體資金流及恒生指數滯後回報。[31] 如圖所示，兩項變數在整個期間經常呈相反方向，其簡單相關系數為-0.32。兩者之間的負向關係在2008年至2009年全球金融危機期間更為明顯（圖中灰色部分），相關系數為-0.44。此負向關係初步反映，前一季度香港股市的下滑會增加長線機構投資者於當前季度對香港股票的整體投資。

圖 B3.2
香港資金流入總額及市場滯後回報

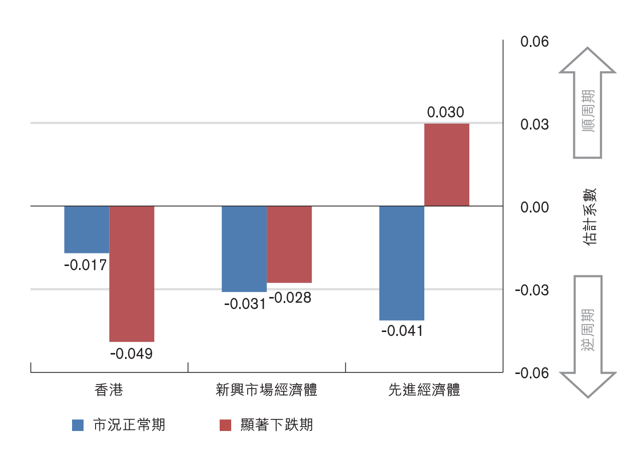


註： 整體資金流與市場滯後回報的相關系數在整個樣本期為-0.32，而金融危機期間則為-0.44。
資料來源：晨星、彭博及金管局職員計算數字。

我們亦通過以下兩個步驟，深入測試兩者間的負向關係：(i)過濾資金流中主要與基金相關的變數[32]及宏觀因素[33]的影響；及(ii)針對經調整後的淨資金流，建立與前一季度市場回報相關的固定效應面板數據迴歸模型。為了區別市況正常及顯著下跌時的不同影響，我們在迴歸分析中加入以VIX[34]為基礎的虛擬變數，以代表全球股市的不確定因素。

圖B3.3總結了在兩種市況下前一季度股市回報的迴歸系數。為方便比較，我們亦根據同一樣本裏相關基金在其投資組合內所投資的環球股票，估算先進經濟體及新興市場經濟體的資金流的效應。[35] 由於所有變數的規模已經標準化，因此我們可以根據系數的數值，比較不同變數的相對重要性。

圖 B3.3
香港、先進經濟體及新興市場經濟體股市回報如何影響資金流



註： 這些先進經濟體及新興市場經濟體涵蓋七個地區，包括亞洲發達地區；亞洲新興地區；澳大利西亞；新興歐洲、中東及非洲；歐洲發達地區；拉丁美洲；以及北美洲。
資料來源：金管局職員估計數字。

30 晨星是私人數據供應商，負責追蹤大量投資於全球金融市場的基金。晨星的數據提供者並不保證其提供的任何資料的準確性、完整性或時間性，亦不會就這些資料如何使用負責。

31 整體資金流的定義為樣本中扣除恒生指數回報後的香港股票資產總值的變動百分比。

32 與基金相關的變數包括個別基金回報、現金比率、資本負債比率以及基金資產淨值。

33 宏觀因素包括十年期政府債券收益率、通脹率、實質本地生產總值增長及短期銀行同業拆息的地區加權平均數。

34 該變數為芝加哥期權交易所波幅指數，即未來30天期間標普500指數期權的引伸波幅，該指數亦反映全球流動資金狀況。詳細資料載於Bruno及Shin (2014)，「Cross-border banking and global liquidity」，《The Review of Economic Studies》，第82(2)期，第535至564頁。

35 資料來源原本涵蓋了56個先進經濟體及181個新興市場經濟體。我們不考慮個別經濟體，而是採用資料提供者整合的地區數據，包括亞洲發達地區；亞洲新興地區；澳大利西亞；新興歐洲、中東及非洲；歐洲發達地區；拉丁美洲；以及北美洲進行分析。

就香港而言，我們發現其估計系數在市況正常時期為負數，數值為-0.017，而當市況顯著下跌時，數值則為-0.049，幅度遠大於市況正常時期。[36]假設其他因素不變，這意味當股市在任何時期下跌時，長線機構投資者便會增加對香港股票的投資。

就兩個經濟組別而言，我們發現在市況正常時所有估計系數均為負數(新興市場經濟體及先進經濟體分別為-0.031及-0.041)。 然而，在市場受壓的情況下，先進經濟體的估計系數卻為正數(為0.030)，這表示當股市顯著下跌而其他因素不變時，長線機構投資者會減少對先進經濟體系的股票投資。

總結及討論

總括而言，我們的實證研究結果證明，長線機構投資者的資金流對香港及新興市場經濟體的股市一般帶來逆周期影響，有關影響在金融市場動盪時則更為明顯。這種以價值為出發點的買賣策略可紓緩資產價格的大幅波動，並對這些經濟體系的金融穩定帶來正面的影響。

相比之下，在金融市場動盪期間，長線機構投資者的資金流對先進經濟體系的股票市場產生順周期影響，多項研究均觀察到這一點。[37] 這些經濟體系均為多次大型股災(由2000年代初歐洲和美國經濟衰退、2008年全球金融危機及歐洲債務危機所引起)的重災區，我們的研究結果顯示順周期影響可能跟經濟危機的源頭有關。此外，長線機構投資者的羊群心理亦會加大順周期的影響。在某些先進經濟體系內，這些長線機構投資者的羊群心理效應可能源於就資產分配決定而採取的類似行業常規。[38]

總而言之，本研究探討了這些投資者的投資行為所導致的潛在影響，這些影響不僅對個人投資者及決策者至關重要，更與整體經濟相關。因此，我們應審慎注視長線機構投資者對金融穩定所帶來的影響。

[36] 當股市在一季度內下跌一標準差(約10%)，兩種市況下估計淨資金流分別為0.9%和2.5%。由於所有變數均已標準化，迴歸模型的系數代表著當股市下跌一個標準差時相應資金流的標準差數量，因此，將估計系數乘以香港資金流的標準差，便能得出以上兩個數字。

[37] 舉例而言，雖然若干經濟合作與發展組織國家(如挪威、意大利、波蘭、土耳其等)的長線機構投資者在2008年至2009年作出逆周期部署，但就美國、葡萄牙及西班牙的退休基金，以及美國、法國及英國的保險公司而言，其順周期效應則非常明顯。詳細資料載於國際貨幣基金組織(2013)，「Pro-cyclical behavior of institutional investors during the recent financial crisis: causes, impacts, and challenges」，《IMF Working Paper》第WP/13/193號；及經濟合作與發展組織(2015)，「OECD Business and Finance Outlook 2015」。

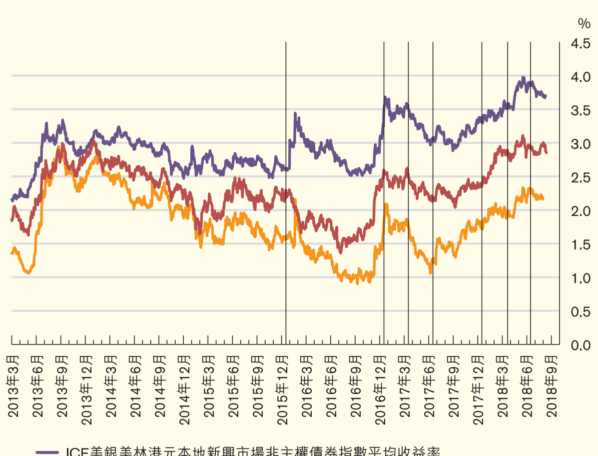
[38] 根據英國的經驗，該等常規包括：(i)長線機構投資者具有相似的負債結構；(ii)長線機構投資者根據特定授權聘用管理長線機構投資者資產的資產管理人為代理人，該等授權可能包括參考業內其他資產管理人或行業指數的基準；(iii)長線機構投資者的投資決定受投資顧問影響，後者可能對機構資產分配構成重大影響；及(iv)長線機構投資者可能面對類似的監管限制。詳細資料載於英倫銀行(2014)，「Pro-cyclicality and structural trends in investment allocation by insurance companies and pension funds」，《Bank of England Discussion Paper》。

4.4 債券市場

儘管外圍環境愈發艱難，港元債券市場於2018年上半年仍錄得強勁增長。隨著美國貨幣政策進一步趨向正常化，債券收益率普遍持續走高。就香港而言，在聯匯制之下，主權及非主權債券收益率於回顧期內均跟隨美國同類債券的走勢而上升（圖4.21），由此削弱了對投資者的吸引力，導致債券基金錄得淨流出（圖4.22）。

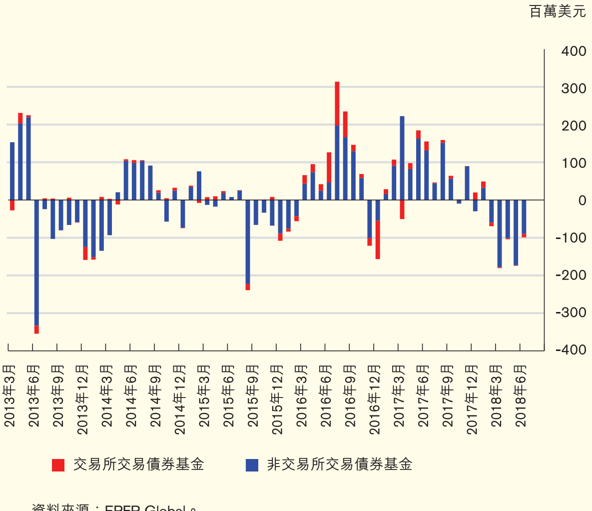
儘管如此，2018年首六個月的港元債券發行總額按年增長11.2%至18,032億港元，主要由於外匯基金及本地私營機構的發行額分別增長11.9%及19.4%（圖4.23）。因此，截至2018年6月底，港元債券未償還金額按年增長4.2%至18,245億港元（圖4.24），相當於港元M3的25.1%或銀行業以港元計價的資產的20.4%。其中，海外借款人（包括多邊發展銀行）的未償還債務金額較上年增加8.4%至2,144億港元，足以抵銷本地私營機構未償還債務的跌幅，後者由於認可機構的未償還金額減少而按年計下跌6.7%。

圖4.21
港元主權及非主權債券與10年期美國國庫債券的收益率



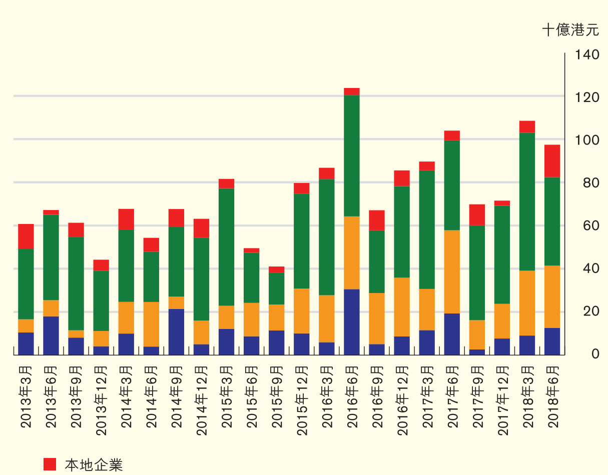
註：垂線表示美聯儲宣佈加息的日期。
資料來源：金管局及ICE Data Indices。

圖4.22
香港的交易所買賣及非交易所交易買賣債券基金淨流量



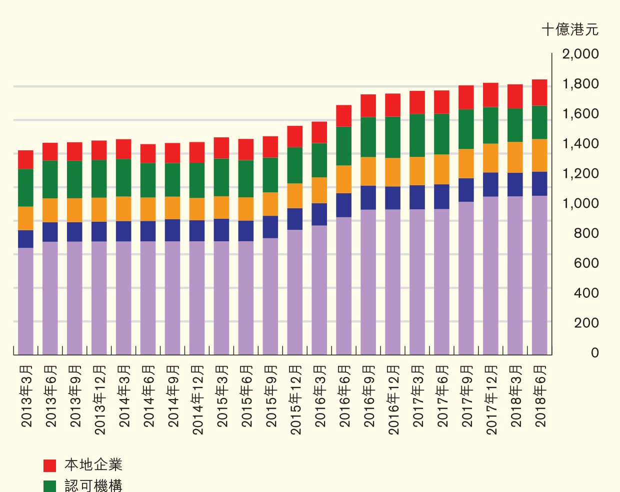
資料來源：EPFR Global。

圖4.23
新發行的非外匯基金票據及債券港元債券



資料來源：金管局。

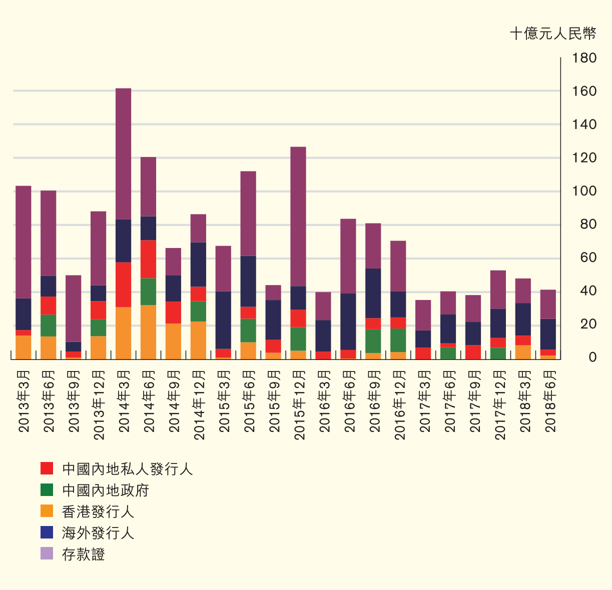
圖4.24
未償還的港元債務



資料來源：金管局。

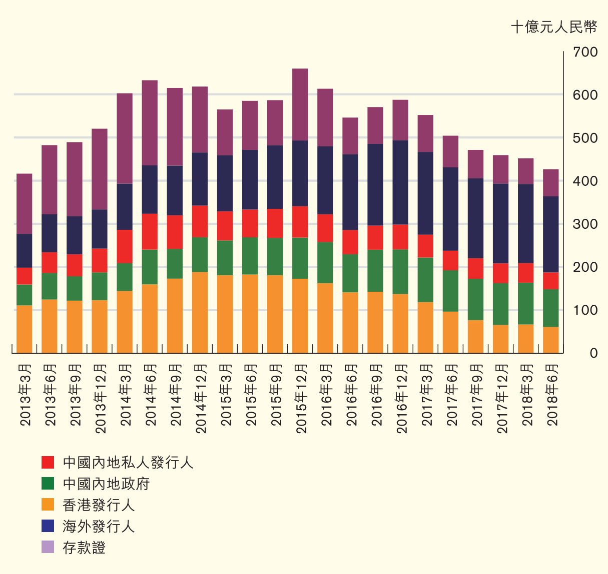
香港離岸人民幣債券一級市場於2018年上半年顯示回穩的跡象，但是未償還總金額持續萎縮。2018年上半年，一級市場的發行總額按年增長18.2%至899億元人民幣，主要由於中國內地私人發行人及海外發行人的發行額回升(圖4.25)。儘管如此，香港離岸人民幣債務證券的未償還總額連續六個季度下滑，截至2018年6月底同比下滑15.4%至4,263億元人民幣(圖4.26)。與此同時，在岸融資成本於回顧期內仍低於離岸成本(圖4.27)。

圖4.25
新發行的離岸人民幣債務證券



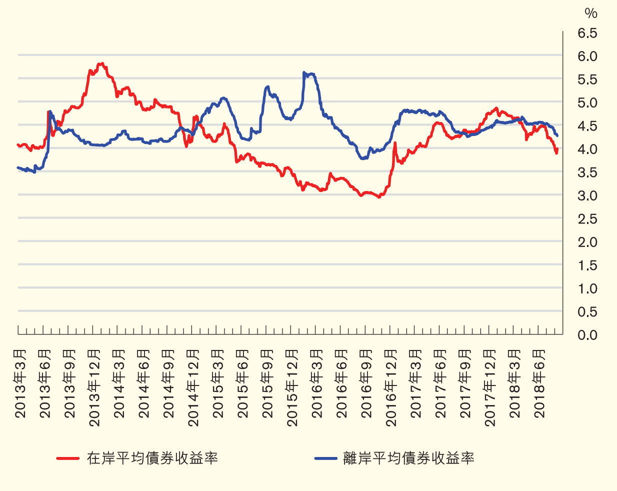
資料來源：各通訊社及金管局職員估計數字。

圖4.26
香港的未償還離岸人民幣債務證券



資料來源：各通訊社及金管局職員估計數字。

圖4.27
在岸與離岸人民幣債券指數的平均收益率



資料來源：彭博、恒生指數有限公司及中央國債登記結算有限責任公司。

展望未來，由於香港與中國內地和國際市場均有緊密的經濟與金融聯繫，本港債券市場(包括離岸人民幣債券市場)近期的走勢將受潛在中美貿易戰升級所影響。

然而，中期來看，政府將採取一系列政策舉措來促進市場發展。尤其是5月份推出的為期三年的債券資助先導計劃，旨在鼓勵首次企業發行機構在香港發行債券。為提升香港在「綠色金融」方面的國際形象，香港政府計劃推出一項「政府綠色債券計劃」，借款上限為1,000億港元。儘管在現階段本港的綠色債券市場規模仍相對較小，但發揮國際金融中心的優勢，香港享有策略性位置吸引多種貨幣計價的綠色債券於本港發行。[39]

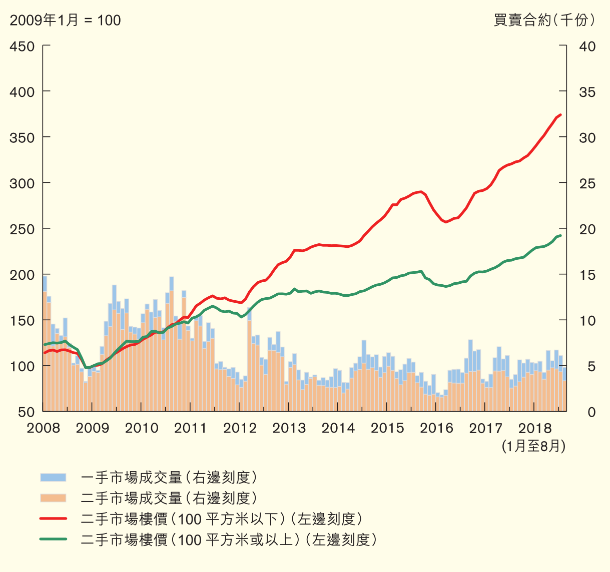
39 Dealogic的數據顯示，截至2018年6月底在香港上市的綠色債券總計59億美元，幾乎全部以外幣計價，例如美元(74.2%)、歐元(19.6%)及人民幣(5.5%)。

4.5 物業市場

住宅物業市場

住宅物業市場上半年表現持續活躍。由於經濟狀況穩健及按揭息率低企，住宅每月平均成交量較2017年下半年上升15%至5,649宗（圖4.28）。啟德用地拍賣價於5月份創下紀錄新高後，增強了市場氣氛。樓價在2018年上半年上升10.7%，較2017年下半年4.9%的升幅為快（圖4.28）。然而踏入第三季，樓市開始出現放緩跡象。中小型單位（實用面積小於100平方米）價格的上升速度依然較大型單位（實用面積100平方米或以上）為快。

圖4.28
住宅物業價格及成交量



資料來源：差餉物業估價署及土地註冊處。

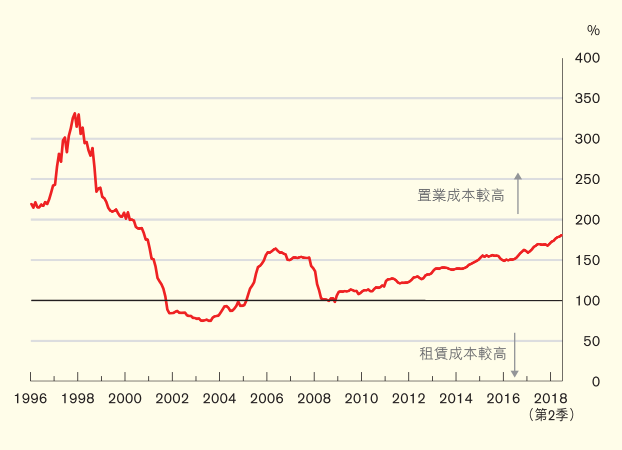
由於報告期內樓價升幅超過家庭入息，置業負擔能力進一步趨緊。樓價與收入比率由1997年的上一個高峰值14.6攀升至2018年第2季的18.2，而收入槓桿比率升至81.3%，遠高於約50%的長期平均值（圖4.29）[40]。由於7月份住宅租金收益率處於2.0至2.6%的低位，衡量購置與租賃一般住宅單位相對成本的買租價差[41]仍然高企，達到188.4%（圖4.30）。

圖4.29
置業負擔能力指標



資料來源：差餉物業估價署、政府統計處及金管局職員估計數字。

圖4.30
買租價差



註：該指標按一個50平方米單位的平均置業成本與相應租賃成本的比率計算。
資料來源：差餉物業估價署、政府統計處及金管局職員估計數字。

儘管如此，金管局自2009年底以來先後實施八輪宏觀審慎監管措施，已有助於提升銀行業抵禦樓市衝擊的能力。新批出按揭的平均按揭成數從實施措施前的64%降至7月份的47%，而供款與入息比率亦從40.8%降至34.7%。

[40] 樓價與收入比率指一般50平方米單位的平均價格與私人住宅住戶的家庭入息中位數的比率。收入槓桿比率指一般50平方米單位（以20年期、七成按揭計算）的按揭供款與私人住宅住戶的家庭入息中位數的比率。收入槓桿比率與借款人的實際供款與入息比率不同，金管局的審慎監管措施對後者設有上限。

[41] 買租價差反映置業成本（以20年期、七成按揭計算）與租賃成本的比率。

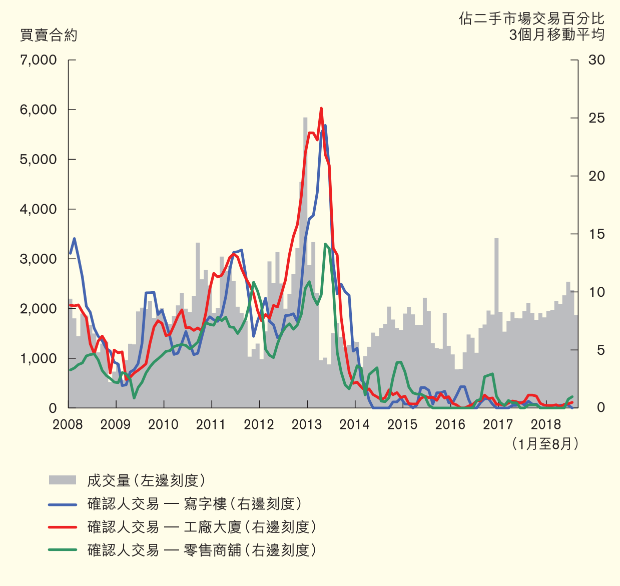
為解決土地及房屋供應問題，政府委任的土地供應專責小組於4月下旬推出一項為期5個月的公眾諮詢活動，邀請各持份者就土地供應選項及其他土地供應相關問題提出意見。政府亦在6月底公佈6項房屋政策新措施，其中包括修訂資助出售房屋的定價政策，使其售價變得更可負擔。透過改撥若干私營房屋發展用地來增加公營房屋供應，於未來4年提供超過10,000個單位。為推動私營住宅單位在一手市場盡早推出，政府擬對空置的一手私營住宅單位徵收「額外差餉」。

由於住宅物業市場正受着各種因素所影響，其前景並不明朗。一方面，當前就業及收入狀況向好，或會繼續支持住宅物業的需求。但另一方面，樓市有可能面臨一些阻力。特別是如果中美貿易緊張局勢持續或加劇，正面的市場情緒或會急速逆轉。加上美國貨幣政策正常化進程持續，銀行融資的成本會隨之上漲，本地按揭利率最終亦會趨升。事實上，銀行已於8月份上調新批出按香港銀行同業拆息釐定的按揭息率上限，藉此調高實際按揭息率。此外，長遠而言，由於政府致力解決土地及房屋短缺問題，住宅物業供應量有望增加，房屋供求缺口或會收窄。

非住宅物業市場

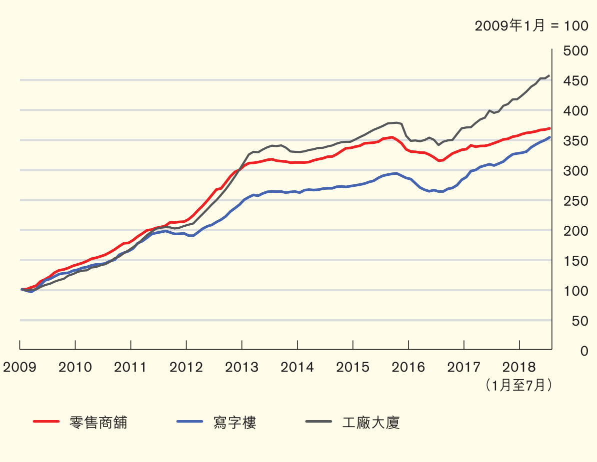
非住宅物業市場於2018年上半年表現活躍，每月平均成交量增至2,163宗，創2013年推出非住宅物業雙倍從價印花稅率以來的新高。然而，反映投機活動的確認人交易則仍然淡靜（圖4.31）。隨著成交量上升，寫字樓、工廠大廈及零售商舖的價格於首七個月分別攀升8.2%、9.6%及3.5%（圖4.32）。非住宅物業的租金增長亦較2017年下半年加快，整體租金收益率仍維持在2.4至2.7%的較低水平。

圖4.31
非住宅物業的成交量



資料來源：土地註冊處及中原地產代理有限公司。

圖4.32
非住宅物業的價格指數



資料來源：差餉物業估價署。

展望非住宅物業的前景，正反兩面因素相互並存。例如，零售銷售及訪港旅遊業的穩定增長，或在短期內支撐零售商舖的需求。而受惠於金融及專業服務等高增值服務行業的業務持續擴張，寫字樓的需求可能保持強勁。然而，中美貿易摩擦帶來的不確定因素以及本地利率上調的風險，都有可能會抑制市場對非住宅物業的整體需求。

5. 銀行業的表現

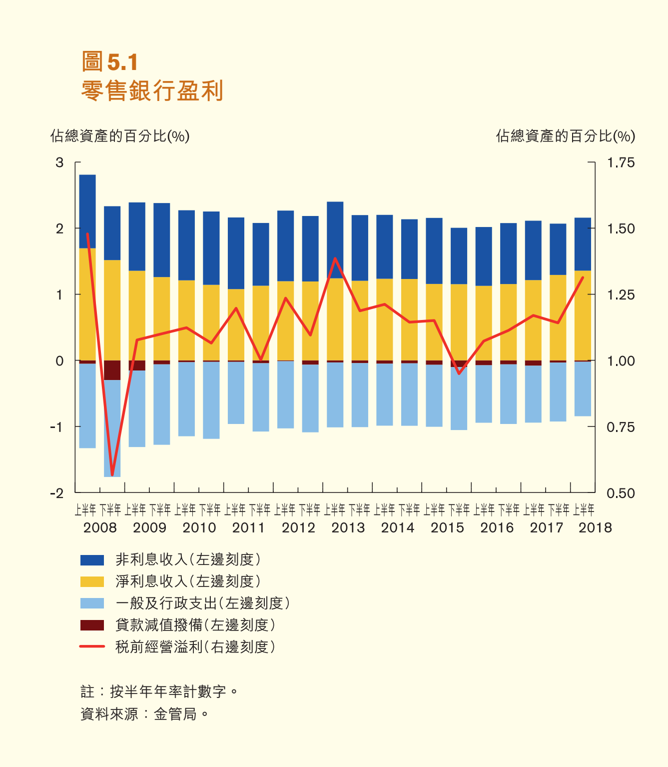
主要受惠於淨利息收入增長及貸款減值撥備減少，零售銀行的盈利於2018年上半年較2017年同期顯著改善。資本及流動資金狀況亦維持穩健。隨著香港銀行同業拆息在弱方兌換保證被觸發後上升，零售銀行的整體港元資金成本也顯著上升，但仍然處於較低水平。信貸持續穩定增長，資產質素按歷史標準衡量仍屬穩健。然而，鑑於全球貿易衝突、美國加息步伐及地緣政治風險的不確定性增加，銀行應警惕資金外流加速的風險及其對本港利率的影響。特別是，由於企業槓桿水平持續上升，銀行亦應審慎評估中美貿易衝突及美國加息步伐可能快於預期，對相關貸款的信貸風險所造成的長遠影響。

5.1 盈利及資本額

盈利

2018年上半年，零售銀行整體稅前經營溢利[42]較上年同期大幅增長24.8%。其資產回報率由2017年上半年的1.17%顯著上升至2018年上半年的1.31%（圖5.1的紅線）。這主要受惠於淨息差上升（由2017年上半年的1.41%進一步擴闊至今年同期的1.57%（圖5.2））大幅推高淨利息收入，且貸款減值撥備有所減少，足以抵銷了非利息收入的輕微減少。

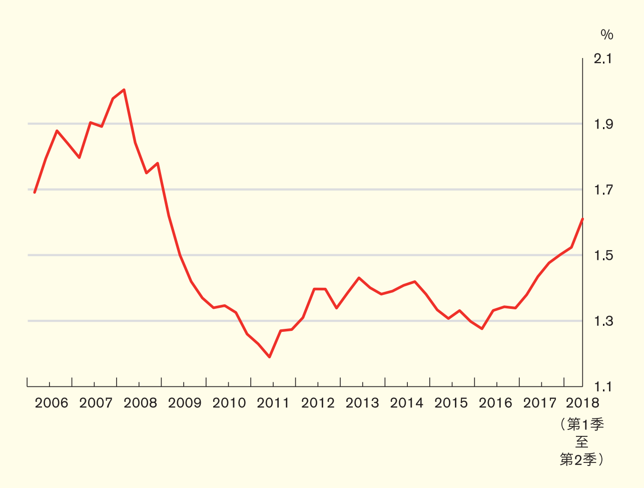
圖5.1
零售銀行盈利



註：按半年年率計數字。
資料來源：金管局。

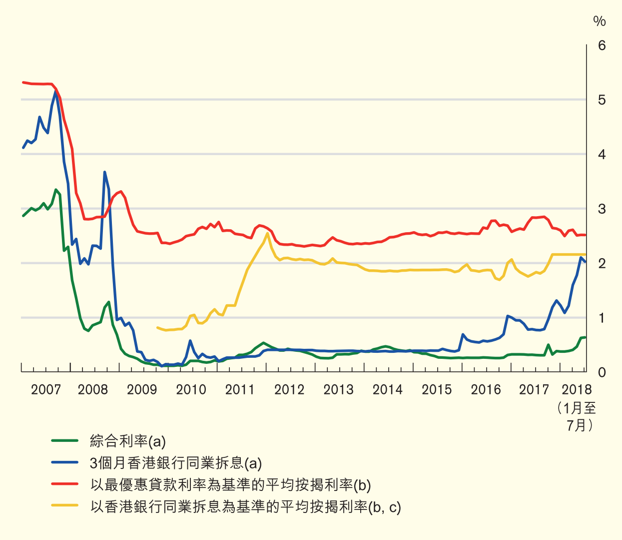
[42] 除非另有說明，否則本章所載的銀行業數字僅反映香港辦事處的狀況。

圖 5.2
零售銀行的淨息差



註：按季度年率計數字。
資料來源：金管局。

圖 5.3
利率



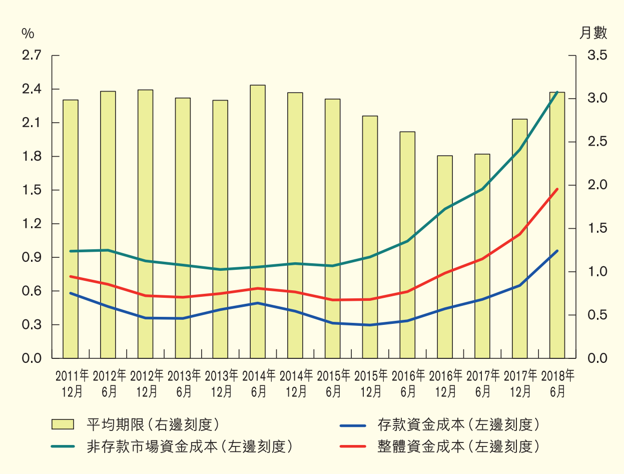
註：
(a) 期末數字。
(b) 新批貸款的期內平均數字。
(c) 以香港銀行同業拆息為基準的按揭利率近期橫行，反映這類按揭於市場上已普遍採用了上限利率。該類按揭的利率通常設有與最優惠貸款利率聯繫的利率上限，為利率上行的風險提供一定的保障。
資料來源：金管局及職員估計數字。

回顧期內，短期香港銀行同業拆息大幅上升，主要反映了弱方兌換保證被觸發後銀行同業間港元流動性減少、新股集資活動的資金需求，以及接近季度及半年結時的季節性流動性需求。[43] 具體而言，3個月香港銀行同業拆息於2018年6月底錄得自金融危機後的高位2.10%，較2017年12月底顯著上升79個基點。最新數據顯示，於7月底，新股集資活動的資金需求及季節性的流動性需求減弱後，短期香港銀行同業拆息已輕微下降。

至於零售層面，市場資料顯示，部分銀行已開始調高定期存款利率以獲取更多長期港元穩定資金。然而，由於港元儲蓄存款利率仍在低位徘徊，平均零售存款利率的升幅較為溫和。鑑於零售存款為零售銀行的主要資金來源，以綜合利率顯示的整體港元資金成本，儘管由2017年年底的0.38%顯著上升24基點至2018年6月底的0.62%，但按歷史標準衡量仍處於低位（圖5.3的綠線）。[44]

就更廣泛層面而言，香港持牌銀行的整體港元及美元資金成本亦出現相似的情況。2018年上半年，銀行的非存款市場平均港元及美元資金成本顯著上升51個基點，而平均存款資金成本則亦上升31個基點。整體而言，持牌銀行的平均整體港元及美元資金成本上升40個基點（圖5.4的紅線）。

圖 5.4
持牌銀行的港元及美元資金成本和期限



資料來源：金管局。

43 在4月、5月及8月，弱方兌換保證被多次觸發，累計資金外流為1,035億港元。

44 經過6月份的顯著升幅後，綜合利率在7月底只輕微上升1個基點至0.63%。

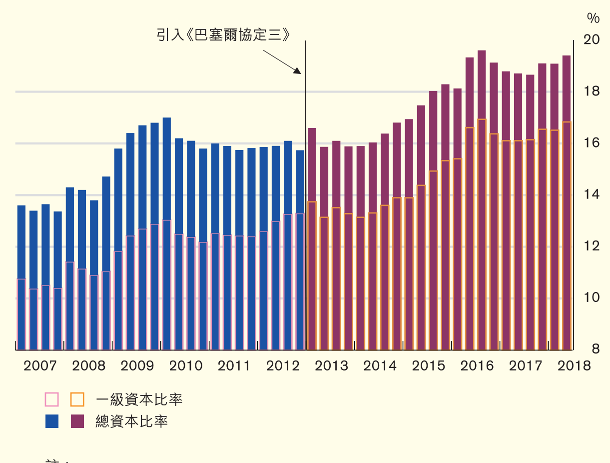
香港銀行同業拆息的上升速度超過香港銀行業整體資金成本，這或有助提高銀行以香港銀行同業拆息為基準的資產的息差。然而，淨息差的改善可能會因按揭市場的激烈競爭而被部分抵銷。市場資料顯示，部分銀行於2018年上半年積極推廣定息按揭貸款計劃[45]，並且在以香港銀行同業拆息為基準的新造按揭貸款平均利率在2018年上半年實際持平於2.15%（圖5.3的黃線）的情況下，仍提供更高的現金回贈以吸引新客戶。[46] 觀察證據顯示，銀行自按揭業務賺取的回報或遠低於以往。由於預期美國將進一步加息，有初步跡象顯示銀行資金成本有上升壓力。若增加的成本最終未能完全轉嫁予客戶，這有可能會對銀行的淨息差造成負擔。[47]

展望未來，外部環境趨於不明朗，或會影響香港銀行業的盈利。特別是，在美國貨幣政策正常化的背景下，中美貿易衝突導致營商前景更不明朗，或會拖累對銀行信貸的需求。若這導致信貸增長減緩，或會對銀行的淨利息收入產生不利影響。

資本額

於2018年6月底，本地註冊認可機構的綜合總資本比率輕微上升至19.4%（圖5.5）。一級資本比率亦同時上升至16.8%，其中15.3%為普通股權一級資本。整體而言，香港銀行業的資本額仍然雄厚，遠高於國際最低標準。

圖5.5
本地註冊認可機構資本額



註：
1. 綜合狀況。
2. 由2013年1月1日起，本地註冊認可機構須遵行根據《巴塞爾協定三》下經修訂的資本框架。因此，自2013年3月起的資本比率不能與截至2012年12月的數據直接比較。

資料來源：金管局。

5.2 流動性及利率風險

流動性與資金來源

以《巴塞爾協定三》下的「流動性覆蓋比率」[48] 要求衡量，銀行業的流動性狀況在回顧期內保持穩健。第1類機構的平均流動性覆蓋比率由2017年第4季的155.1%上升至2018年第2季的156.6%（圖5.6），遠高於適用於2018年的90%法定最低要求。第2類機構的平均流動性維持比率則由2017年第4季的49.4%輕微上升至2018年第2季的51.3%，亦遠高於25%的法定最低要求。

穩定資金淨額比率作為《巴塞爾協定三》流動性標準的其中一項，已於2018年1月1日在香港實施。截至2018年6月，指定認可機構已遵循最低穩定資金淨額比率及在本港適用的核心資金比率要求[49]，反映

[45] 於2018年3月，當月新批採用定息計劃的貸款的市場份額達至45.4%，而2017年12月僅為5.5%。然而，在6月份，由於香港銀行同業拆息上升，導致銀行資金成本增加，定息計劃貸款的市場份額跌至5.2%。不少銀行自2018年4月起已停止該計劃。

[46] 以香港銀行同業拆息為基準的按揭通常受到與最優惠貸款利率聯繫的利率上限保護（通常採取低於最優惠貸款利率的固定差價的形式）。截至回顧期為止，香港銀行的最優惠貸款利率自2008年全球金融危機以來並無變動。

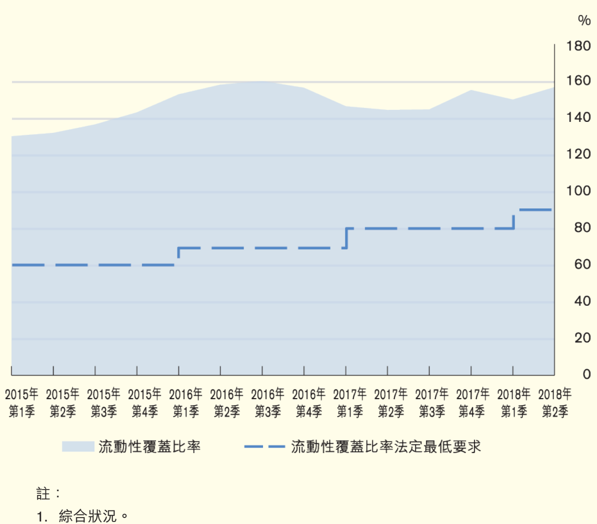
[47] 於2018年8月初，不少銀行已將以最優惠貸款利率為基準和以香港銀行同業拆息為基準的新造按揭貸款申請的利率，分別調高10及20個基點，這或反映銀行資金成本增加的壓力。

[48] 自2015年1月1日起分階段實施《巴塞爾協定三》的流動性覆蓋比率要求，目的是為確保銀行擁有足夠的高質素流動資產，能夠抵禦持續30個公曆日的嚴峻流動性壓力情境。在香港，被指定為第1類機構的認可機構採用流動性覆蓋比率；第2類機構則採用流動性維持比率。詳情可參閱金管局的《監管政策手冊》單元LM-1「流動性風險監管制度」。

[49] 在香港，第1類機構須遵循穩定資金淨額比率；而指定為第2A類機構的第2類機構須遵循有關在本港適用的核心資金比率規定。根據《銀行業（流動性）規則》，第1類機構須時刻維持不少於100%的穩定資金淨額比率。第2A類機構在2018年度的每個公曆月，均須維持平均不少於50%的核心資金比率；於2019年1月1日，最低核心資金比率將調高至75%。詳情請參閱《銀行業（流動性）規則》（香港法例第155Q章）。

香港銀行業資金狀況穩定。認可機構流動性充裕及資金狀況穩健，表明香港銀行業能夠承受多種流動性衝擊。

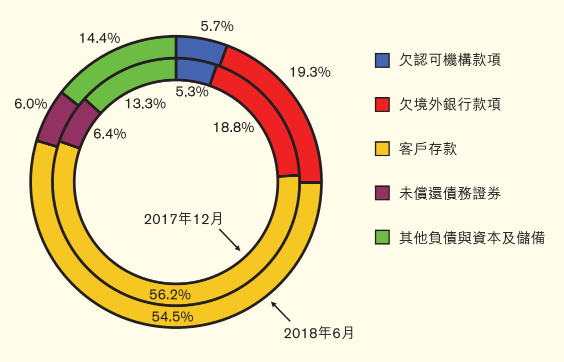
圖 5.6
流動性覆蓋比率



註：
1. 綜合狀況。
2. 季度平均數字。
資料來源：金管局。

客戶存款仍是認可機構的主要資金來源，反映銀行體系維持穩定的資金結構。在2018年6月底，客戶存款佔所有認可機構總負債的比例由6個月前的56.2%小幅下降至54.5%（圖5.7）。

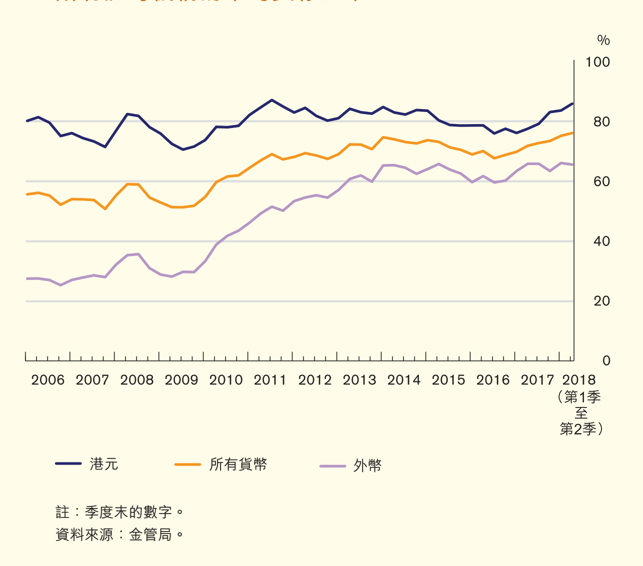
圖 5.7
所有認可機構的負債結構



註：
1. 由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。
2. 數字指佔總負債（包括資本及儲備）的百分比。
3. 債務證券包括可轉讓存款證及所有其他可轉讓債務工具。
資料來源：金管局。

以半年計，所有認可機構的平均港元貸存比率由2017年12月底的82.7%上升至2018年6月底的85.4%，原因是港元貸款及墊款的增速快於存款。與此相若，所有認可機構的平均外幣貸存比率亦於同期由63.1%上升至65.2%。然而，由於外幣貸款於2018年第2季輕微減少而外幣存款持續增長，外幣貸存比率出現回穩的跡象。整體而言，以所有貨幣計算的平均貸存比率由6個月前的73.0%上升至75.7%。鑑於與貿易衝突有關的外部環境不明朗因素增加，銀行應持續評估貸存比率上升對其流動性管理的影響。

圖 5.8
所有認可機構的平均貸存比率



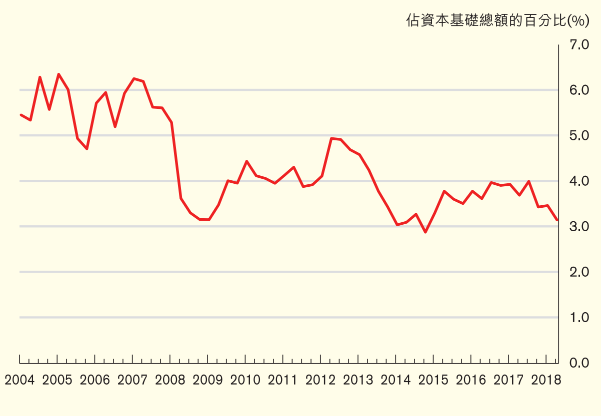
註：季度末的數字。
資料來源：金管局。

利率風險

本地註冊持牌銀行的利率風險承擔於低位保持穩定。我們估計假設在利率全面上升200個基點的衝擊下，本地註冊持牌銀行的利率持倉經濟價值可能下跌的幅度，會相當於其於2018年6月底資本基礎總額的3.15%（圖5.9）。[50] 儘管如此，鑑於預期美聯儲將繼續加息以及收縮資產負債表，銀行應評估此情況對其利率風險管理的影響。

[50] 此估計並無將任何銀行可能作出的緩和衝擊措施而產生的效果計算在內。如果銀行就利率衝擊作出相應的緩和措施，利率衝擊的影響將會減輕。

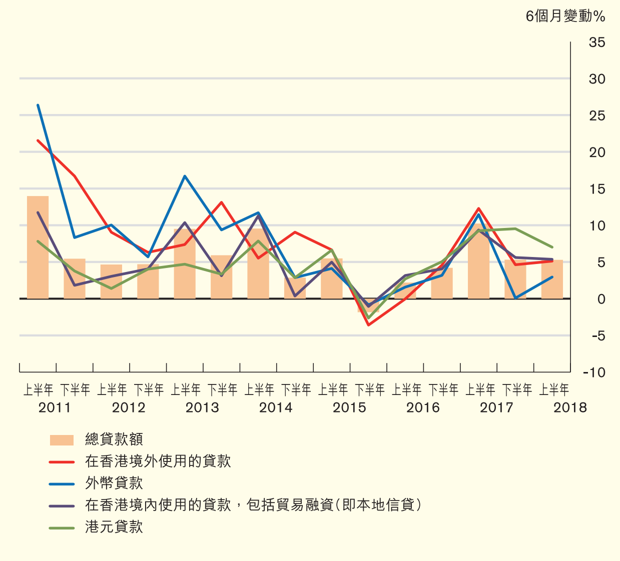
圖5.9
利率衝擊對本地註冊持牌銀行的影響



註：
1. 利率衝擊指200個基點平行式的標準利率衝擊對機構利率風險承擔的衝擊。
2. 利率衝擊的影響是指對銀行帳及交易帳[51]的經濟價值的影響，按佔銀行資本基礎總額的百分比列示。

資料來源：金管局。

圖5.10
貸款增長



資料來源：金管局。

5.3 信貸風險

概覽

2018年上半年，儘管全球環境不明朗因素增加，但所有認可機構的貸款及墊款總額穩定增長5.3%，與6個月前相同(圖5.10)。具體而言，本地貸款(包括在香港境內使用的貸款及貿易融資)及在香港境外使用的貸款分別增長5.4%及5.1%，而前6個月分別為5.6%及4.6%。

銀行對近期信貸增長的預期稍為轉淡，可能反映美國與中國內地之間的貿易衝突、地緣政治風險及美國利率正常化的步伐導致不明朗因素增加。金管局2018年6月的「信貸狀況展望意見調查」顯示，預期未來3個月貸款需求將會增長的受訪認可機構的比例已由2017年12月的29%下降至18%，而餘下82%的受訪認可機構則預期貸款需求將維持不變(表5.A)。

表5.A
預計未來3個月貸款需求

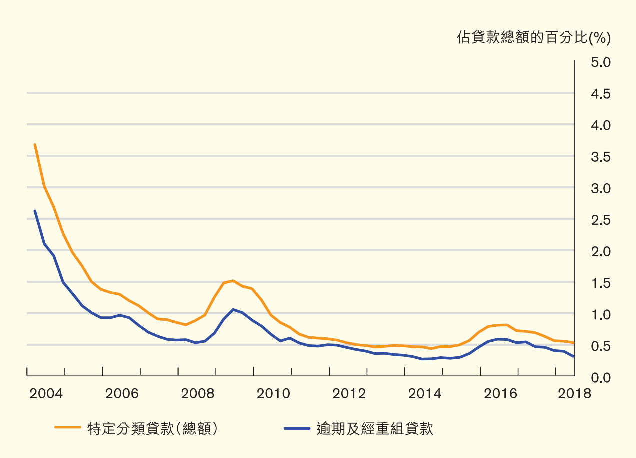
佔受訪機構總數的百分比(%)	2017年9月	2017年12月	2018年3月	2018年6月
顯著增加	0	0	0	0
略為增加	24	29	18	18
保持平穩	71	71	82	82
略為下降	5	0	0	0
顯著下降	0	0	0	0
總計	100	100	100	100

註：由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。
資料來源：金管局。

[51] 須遵守市場風險資本充足比率制度的本地註冊認可機構只須填報銀行帳的持倉；其他獲豁免遵守市場風險資本充足比率制度的本地註冊認可機構則須填報銀行帳及交易帳的總持倉。

銀行貸款組合的資產質素於2018年上半年維持穩健。於2018年6月底，所有認可機構的總特定分類貸款比率和逾期及經重組貸款比率分別下降至0.61%及0.40%，而於2017年年底則分別為0.68%及0.52%。就零售銀行而言，總特定分類貸款比率與逾期及經重組貸款比率亦分別下降至0.53%及0.31%（圖5.11）。這兩個比率按歷史標準衡量均屬低水平。

圖5.11
零售銀行的資產質素



註：
1. 特定分類貸款指列為「次級」、「呆滯」或「虧損」的貸款。
2. 2015年12月前的數字反映零售銀行香港辦事處及境外分行的狀況。由2015年12月起，數字覆蓋範圍擴大至零售銀行主要境外附屬公司。

資料來源：金管局。

貸款組合的集中度對銀行貸款組合信貸風險的影響，在銀行業研究中尚未定論。由於貸款組合集中所帶來的風險與貸款組合專門化所帶來的效益之間可能互相抵銷，因此貸款組合集中度對銀行貸款的信貸風險潛在影響在理論上並不清晰。為探討這個問題，專題4基於本港銀行的數據以實證方式研究貸款組合集中度的淨影響。我們的實證結果表明，銀行透過專注於向某些行業提供貸款，獲取與行業有關的知識以改善其甄選及監察能力，這能夠緩解集中借貸予某些行業相關的集中度風險。然而，貸款組合集中對銀行貸款組合信貸風險的淨影響亦取決於銀行對將其貸款組合分配到風險較高行業的程度。因此，銀行貸款組合中的行業集中度及組成部份變動應同時受到監察，以更中肯地評估銀行貸款組合的信貸風險。

個人貸款[52]

以半年計，個人貸款增長由去年下半年的6.5%放緩至2018年上半年的5.3%。個人貸款增長放緩的主要原因是私人貸款（包括信用卡墊款及其他私人用途貸款）增長放緩，抵銷了住宅按揭貸款的增長（表5.B）。

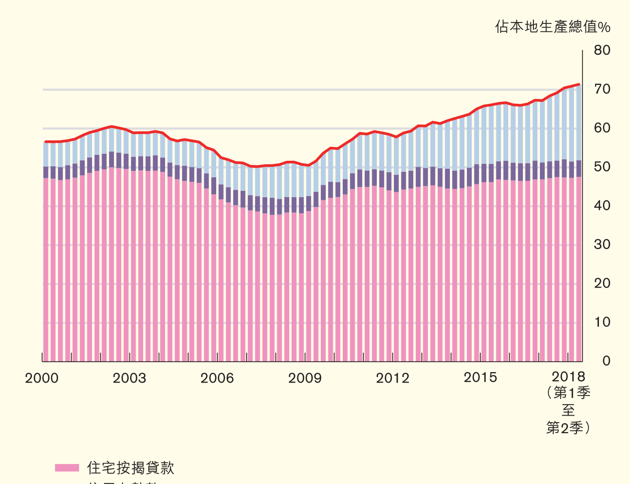
表5.B
所有認可機構提供的個人貸款的半年增長

	2015年		2016年		2017年		2018年
(%)	上半年	下半年	上半年	下半年	上半年	下半年	上半年
住宅按揭貸款	4.5	4.0	1.0	3.1	4.1	3.8	4.2
私人貸款	6.2	2.5	-0.5	7.2	7.2	12.4	7.5
其中：							
信用卡墊款	-5.5	7.1	-5.7	8.7	-7.8	11.0	-5.0
其他私人用途貸款	10.5	1.1	1.2	6.8	11.9	12.7	10.7
個人貸款總額	5.0	3.6	0.5	4.3	5.0	6.5	5.3

資料來源：金管局。

於回顧期內，儘管個人貸款增長放緩，但仍快於香港的名義本地生產總值的增速。因此，家庭負債佔本地生產總值的比率由去年第4季的70.3%微升至2018年第2季的71.2%（圖5.12）。

圖5.12
家庭負債佔本地生產總值的比率及其組成部分



註：
1. 僅包括認可機構提供的借款。
2. 本地生產總值指按年率計本地生產總值，即連續4個季度本地生產總值的總和。

資料來源：金管局。

[52] 個人貸款泛指所有提供予專業人士及其他個人作私人用途的貸款，但不包括撥作其他商業用途的貸款。按揭貸款是最主要的個人貸款類別，其餘大部份為無抵押的信用卡及其他私人用途貸款。於6月底，個人貸款佔本地貸款的比例為28.7%。在這一章節內，個人貸款亦稱為家庭負債。

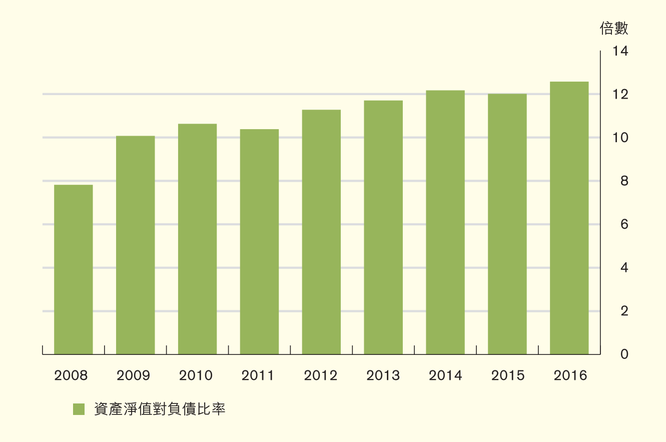
雖然家庭負債佔本地生產總值的比率作為一種指標廣泛用於評估家庭部門的金融脆弱程度，但我們不可僅依賴這個簡單指標得出關於經濟狀況脆弱程度的結論，而不考慮家庭的整體資產負債狀況、貸款人面臨的風險以及相關的宏觀經濟失衡。

為了考慮以上這些因素並且進行一個全面評估，我們最近制定了一個理論框架，用於理解在甚麼情況下家庭負債佔本地生產總值的比率上升會對經濟構成風險，以及使用該框架評估時，香港所處的情況。評估結果顯示，家庭負債增加應不會對香港的金融及宏觀經濟穩定構成主要威脅。該概念框架及詳細評估結果可參閱Cheung等人(2018)的研究。[53]

在借款人方面，我們的研究結果發現，整個家庭部門有強大的緩衝，可抵禦伴隨家庭負債增加而產生的潛在金融及經濟衝擊。[54]基於我們的粗略估計，香港家庭部門的整體資產淨值對負債比率及安全資產對負債比率處於較高水平。[55]

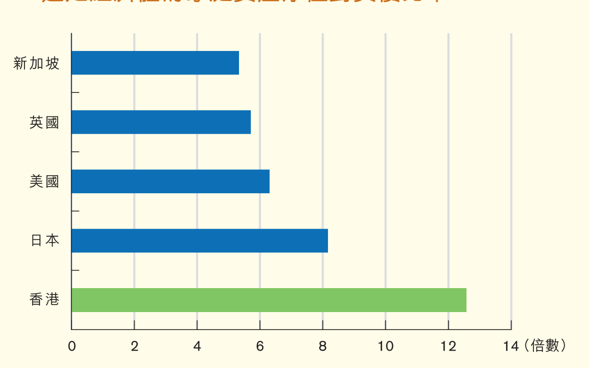
具體而言，家庭資產的增長速度在全球金融危機後遠快於負債。因此，家庭部門的資產淨值(資產與負債的差額)自2009年以來已大幅增加。家庭資產淨值對負債比率由2009年的約10倍上升至2016年的12.6倍(圖5.13)。事實上，香港的家庭資產淨值對負債比率遠高於主要先進經濟體及一些亞洲經濟體，這些經濟體的比率通常僅為約5至6倍(圖5.14)。

圖5.13
香港的家庭資產淨值對負債比率



資料來源：金管局職員估計數字。

圖5.14
選定經濟體的家庭資產淨值對負債比率



註： 香港、日本及英國的數字為截至2016年年底的數字，而美國及新加坡的數字則為截至2017年年底的數字。
資料來源：金管局職員估計數字以及選定經濟體的統計機構或中央銀行。

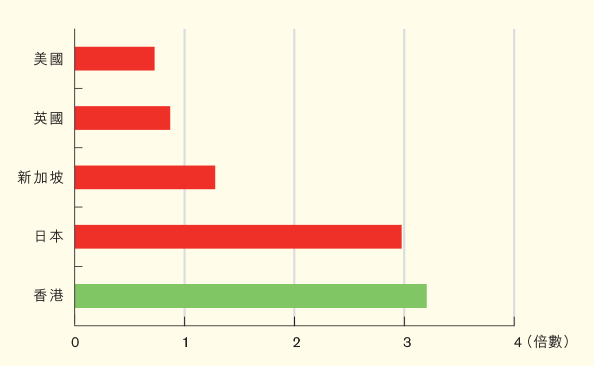
對香港家庭而言，住宅物業是保存財富的主要資產形式，這裡自然地引申了一個問題，即在物業價格大幅下跌的情況下，家庭部門作為一個整體是否有強大的緩衝以應對上升的負債。評估家庭部門對資產市場衝擊的抵禦能力，一個保守方法是考慮他們持有的安全資產。我們發現，即使只考慮狹義的安全資產，即僅包括銀行存款的情況下，香港家庭部門的安全資產對負債比率仍然相當高，於2016年約為3.2倍。這意味著即使家庭資產狀況因資產價格調整而急劇惡化，香港的家庭部門作為一個整體仍有足夠的安全資產支付其未償還負債。因此，發生系統性無力償債問題的風險應該不高。此外，香港家庭部門的安全資產對負債比率遠高於其他一些經濟體，包括家庭相對富裕的地區，例如新加坡及日本(圖5.15)。

[53] 有關詳情請參閱Cheung等人(2018)「解讀香港的家庭負債」(英文版)，香港金融管理局研究備忘錄07/2018。

[54] 這研究結果基於使用家庭資產負債表的整體比率進行分析而得出。這方式有一個重要局限，即無法揭示不同家庭之間的負債分佈而產生的風險。Cheung等人(2018)已評估這些風險，結果表明這些風險應該不高。

[55] 這些比率使用宏觀方法編纂，其中家庭資產的估計數字由資產總值乘以家庭所佔資產總值的百分比而得出。有關物業及金融資產(例如存款、債務證券、股票、人壽保險及退休基金)的總值乃從不同來源透過調查或相關行政數據獲得。然而，家庭部門所佔資產總值的百分比往往不容易獲得。因此，我們會作出估計及假設。另一方面，家庭負債(主要為按揭及私人貸款)的估計數字來自金管局的銀行業統計數據，而非銀行機構授出的信貸的估計數字則透過調查獲得。詳情請參閱Cheung等人(2018)的研究。

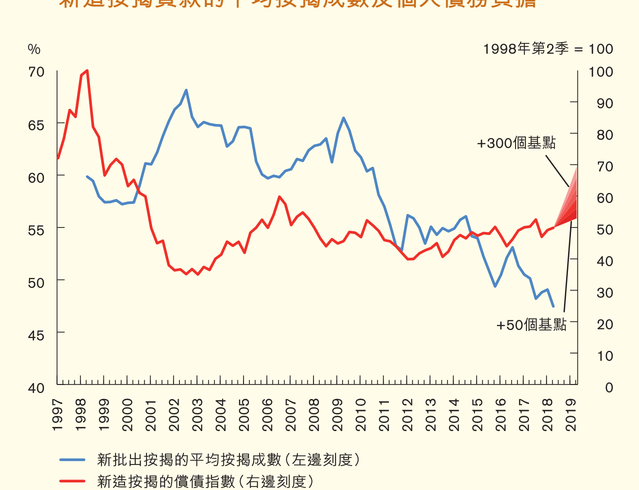
圖5.15
選定經濟體的家庭安全資產對負債比率



註： 安全資產包括存款以及硬幣和紙幣(如有數據)。就香港而言，僅包括存款。香港、日本及英國的數字為截至2016年年底的數字，而美國及新加坡的數字則為截至2017年年底的數字。
資料來源：金管局職員估計數字以及選定經濟體的統計機構或中央銀行。

從貸款者方面看，個人貸款的信貸風險亦於回顧期內維持在低水平。特別是，銀行的按揭組合仍保持穩健。於2018年6月底，拖欠比率在0.02%的低位徘徊。新批按揭的平均按揭成數由2017年第4季的48.8%小幅下跌至2018年第2季的47.5%(圖5.16)，遠低於金管局實施第一輪逆週期宏觀審慎監管措施前(即2009年9月)所錄得的64%。

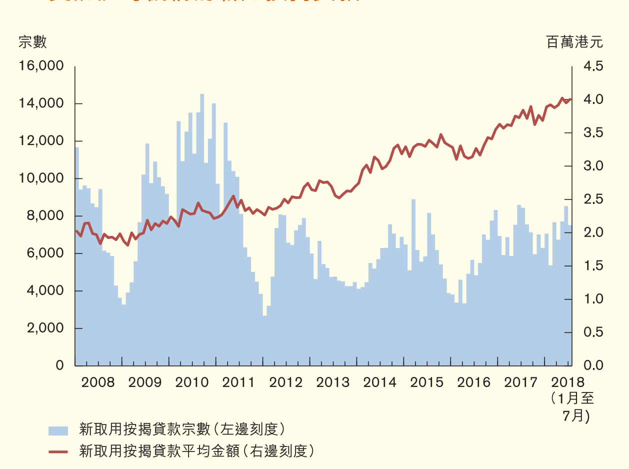
圖5.16
新造按揭貸款的平均按揭成數及個人債務負擔



註：指數以最優惠貸款利率為基準的平均按揭利率計算。
資料來源：金管局及職員估計數字。

然而，新造按揭的償債指數[56]由2017年第4季的47.0小幅上升至2018年第2季的49.9(圖5.16的紅線)，主要因新造按揭貸款的平均金額上升所致(圖5.17)。展望未來，美國持續加息，或令本地利率被推升，個人債務負擔將可能會受到壓力。具體而言，一項敏感度測試顯示，若利率上升300個基點[57]而其他條件不變，該指數可能會在4個季度內顯著上升至69.4。因此，若利率急升，個人負擔能力將會面臨重大壓力。銀行應警惕個人債務負擔上升所帶來的風險。

圖5.17
受訪認可機構的新造按揭貸款



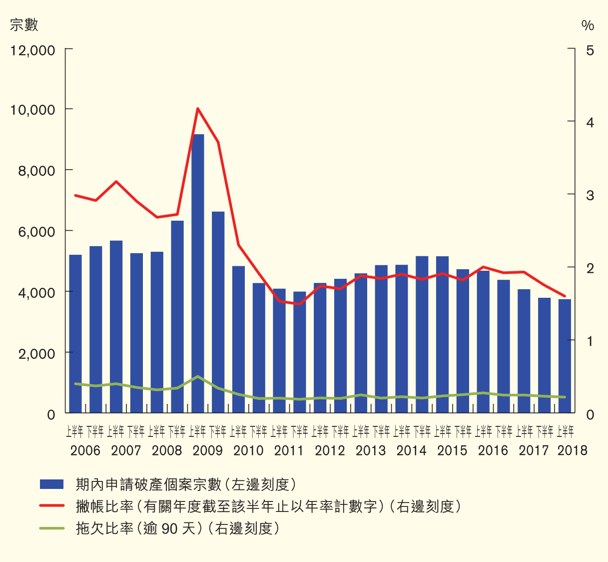
資料來源：金管局住宅按揭統計調查。

無抵押個人貸款的信貸風險維持可控。於2018年上半年，按年率計的信用卡撇帳比率下滑至1.60%，拖欠比率於2018年6月底維持穩定於0.22%(圖5.18)。此外，破產申請個案的數目亦持續下跌。

[56] 償債指數上升顯示個人收入下降、利率上升或住戶取用的平均按揭貸款額增加。根據該指數以往的變動，指數急升可能預警個人貸款的資產質素轉差。

[57] 利率上升300個基點的假設，與要求認可機構對物業按揭貸款申請人的償債能力進行壓力測試時，上調3個百分點按揭利率的審慎監管措施相符。

圖 5.18
信用卡貸款的撇帳比率及拖欠比率以及破產申請個案

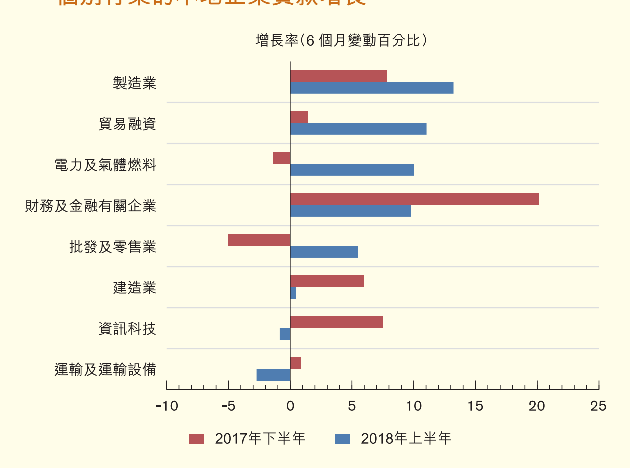


資料來源：破產管理署及金管局。

公司貸款[58]

2018年上半年，本地公司貸款（包括貿易融資）增長5.4%（按半年計），與去年下半年所觀察到的情況相若。按行業分析，2018年上半年，貿易融資貸款、製造業貸款以及批發及零售業貸款均加快增長，是推動本地公司貸款穩定增長的主要因素（圖5.19）。對照之下，財務及金融相關企業的貸款繼去年快速增長後，於今年上半年增長有所放緩。建造業與物業發展的貸款增長亦持續放緩，部分反映自2017年6月以來當局要求銀行加強對地產發展商貸款的風險管理的影響。[59]

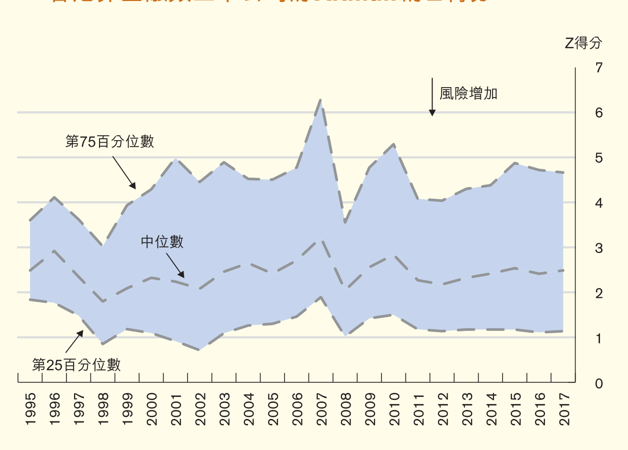
圖 5.19
個別行業的本地企業貸款增長



資料來源：金管局。

於回顧期內，銀行的公司貸款信貸風險環境保持穩定。公司強制清盤令的數目在2018年上半年錄得149宗，與6個月前錄得的150宗大致相同。此外，Altman的Z得分（一個以會計數據為基礎的非金融類企業信貸風險指標）最新分數顯示其中位數輕微上升，反映公司財務穩健程度有改善跡象，而第25百分位（即違約風險較高的公司）的得分保持穩定（圖5.20）。香港非金融類上市公司的違約風險輕微下降，部分原因可能是其債務負擔能力有所改善，這可見於本地及非本地公司的利息覆蓋率均告上升（圖5.21）。

圖 5.20
香港非金融類上市公司的Altman的Z得分



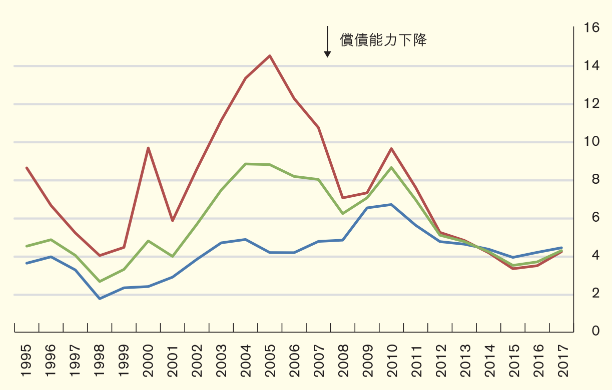
註：
1. 包括所有在香港交易所上市的非金融類公司。
2. 所有數字以截至2018年8月底止的資料計算。
資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

---

[58] 不包括銀行同業貸款。於6月底，公司貸款佔本地貸款的比例為71.2%。

[59] 詳情請參閱金管局於2017年5月12日發佈的「地產發展商貸款的風險管理」通告。

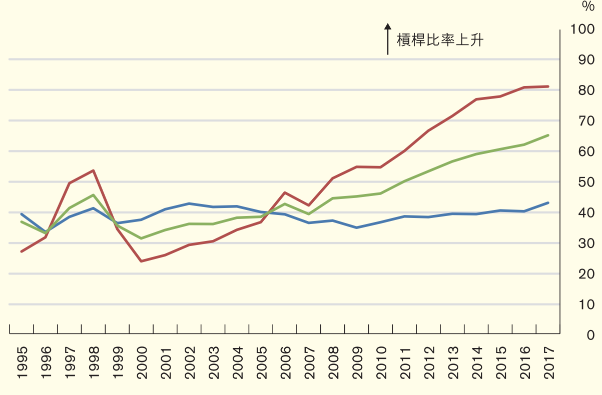
圖 5.21
香港非金融類上市公司的利息覆蓋率



註：
1. 加權平均數。
2. 利息覆蓋率按息稅前利潤除以利息支出總額計算。數值下降則表示債務負擔能力轉差。
3. 包括所有在香港交易所上市的非金融類公司。本地及非本地公司分別指在香港境內及境外設置總部的上市公司。
4. 所有數字以截至2018年8月底止的資料計算。
資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

然而，由於企業槓桿比率(以加權平均負債與股東權益比率計算)持續上升，銀行應對其企業貸款的信貸風險狀況保持警惕(圖5.22)。

圖 5.22
香港非金融類上市公司的槓桿比率



註：
1. 加權平均數。
2. 槓桿比率的定義為負債與股東權益比率，數值越高表示槓桿越高。
3. 包括所有在香港交易所上市的非金融類公司。本地及非本地企業分別指在香港境內及境外設置總部的上市公司。
4. 所有數字以截至2018年8月底止的資料計算。
資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

此外，美國利率正常化政策持續及中美貿易衝突導致不明朗因素增加，預期信貸風險前景並不樂觀。若兩國之間的貿易衝突升級，必然會令在美國及中國內地有顯著業務的公司的財務狀況面臨下行風險。因貿易糾紛而產生的負面影響亦可能會透過全球供應鏈渠道，對其他公司產生溢出效應。若貿易衝突加劇並持續一段時間，這些公司的償債能力可能會承受巨大壓力。因此，銀行應審慎評估因貿易衝突升級及加息步伐可能快於預期對其公司貸款的信貸風險的影響。

此外，公司的貨幣錯配狀況是另一個需要密切監察的主要風險因素。若貿易衝突觸發區內資金快速外流，而導致外匯市場大幅波動，可能會對持有大量外幣負債但無足夠外幣現金流入的公司造成重大損失。銀行應持續關注公司的貨幣錯配風險。

中國內地相關貸款及非銀行類客戶風險承擔

銀行業的中國內地相關貸款總額由2017年年底的41,890億港元(佔總資產的16.7%)增長5.4%至2018年6月底的44,140億港元(佔總資產的16.9%)(表5.C)。

其他非銀行類客戶風險承擔亦增長0.2%至13,330億港元(表5.D)。

表 5.C
中國內地相關貸款

十億港元	2017年9月	2017年12月	2018年3月	2018年6月
中國內地相關貸款	4,073	4,189	4,409	4,414
中國內地相關貸款(不包括貿易融資)	3,755	3,880	4,068	4,064
貿易融資	318	310	341	350
按認可機構的類別劃分：				
境外註冊認可機構	1,785	1,853	1,943	1,936
本地註冊認可機構*	1,663	1,692	1,768	1,819
本地註冊認可機構設於中國內地的銀行附屬公司	625	644	699	658
按借款人的類別劃分：				
中國內地國有企業	1,672	1,711	1,799	1,818
中國內地民營企業	972	1,016	1,123	1,140
非中國內地企業	1,429	1,462	1,486	1,456

註：
1. *包括在本地註冊認可機構的內地分行入帳的貸款。
2. 由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。
資料來源：金管局。

表 5.D
其他非銀行類客戶風險承擔

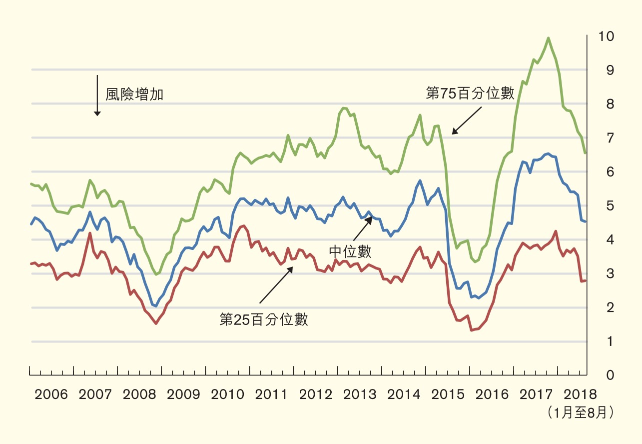
十億港元	2017年9月	2017年12月	2018年3月	2018年6月
可轉讓債務工具及其他資產負債表內的風險承擔	871	920	950	916
資產負債表外的風險承擔	503	411	415	417
總計	**1,374**	**1,331**	**1,365**	**1,333**

註：由於四捨五入，數字相加後未必等於總數。
資料來源：金管局。

雖然銀行的中國內地相關貸款不斷上升，但相關的信貸風險仍維持在可控水平。所有認可機構[60]的中國內地相關貸款的總特定分類貸款比率亦由2017年年底的0.67%進一步跌至2018年6月底的0.62%。

由於市場對中美貿易衝突的憂慮加劇，導致近期中國內地股票市場震盪，這可能意味著與銀行業的中國內地相關貸款有關的信貸風險有惡化跡象。一項根據市場資訊計算的違約風險指標 —— 違約距離指數[61]表明自2018年4月以來中國內地企業的信貸風險全面上升（圖5.23）。儘管如此，違約距離指數的水平仍高於全球金融危機期間的水平，中國內地企業在短期內發生大規模違約的可能性不大。

圖 5.23
內地企業的違約距離指數



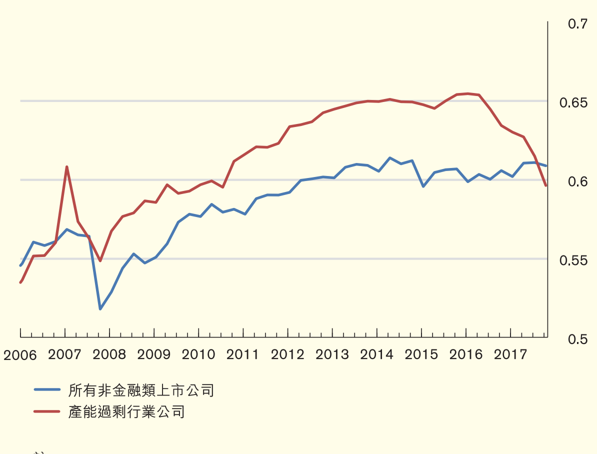
註：違約距離指數乃根據上海證交所A股180指數非金融類成份股公司（即不包括投資公司及從事銀行、保險與金融行業的公司）計算得出。
資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

[60] 數字涵蓋認可機構的香港辦事處、內地分行及附屬公司。

[61] 違約距離是根據市場資訊計算的違約風險指標，基礎是來自R. Merton (1974)，「On the pricing of corporate debt: the risk structure of interest rates」，《Journal of Finance》，第29期，第449至470頁所提出的架構，其中指出股價、股市波幅及公司財務負債是決定違約風險的因素。本質上，該指標以公司的資產波幅來衡量公司的資產價值及違約臨界的差距。

儘管2016年年中以來產能過剩行業實施去槓桿措施，但中國內地的整體企業槓桿仍處於較高水平（圖5.24的藍線）。[62]因此，銀行應繼續對其中國內地相關貸款維持審慎的信貸風險管理。

圖 5.24
內地企業的槓桿比率



註：
1. 槓桿比率的定義為總負債與總資產之比率。
2. 此比率乃根據上海證交所及深圳證交所的所有非金融類上市公司計算得出。
3. 產能過剩行業包括玻璃、水泥、鋼鐵、太陽能光伏、鋁、造船及煤化工。
4. 所有數字以截至2018年8月底止的資料計算。

資料來源：金管局職員根據彭博數據估計得出的數字。

信貸風險宏觀壓力測試[63]

最新的零售銀行信貸風險宏觀壓力測試結果顯示，香港銀行業仍保持穩健，應能承受較嚴重的宏觀經濟衝擊，例如類似亞洲金融危機期間出現的衝擊。圖5.25使用截至2018年第2季的資料，展示在四種特定的宏觀經濟衝擊[64]下，零售銀行於2020年第2季的模擬信貸虧損比率。

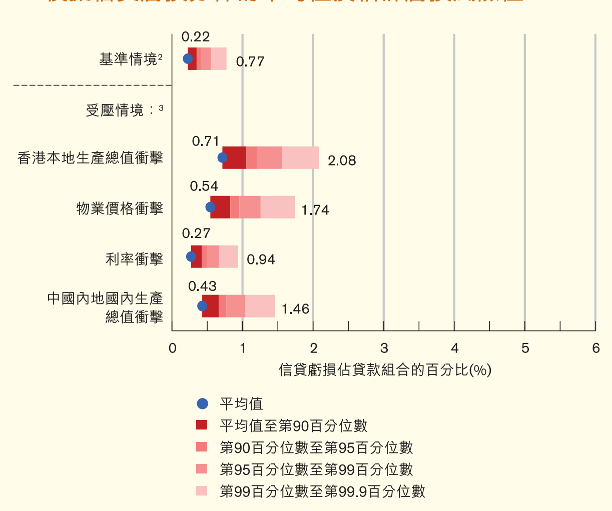
[62] 產能過剩行業包括玻璃、水泥、鋼鐵、太陽能光伏、鋁、造船及煤化工。

[63] 宏觀壓力測試指以一系列方法來評估某個金融體系承受「罕見但仍可能出現」的宏觀經濟衝擊的能力。本報告中呈列的信貸虧損估計數字乃根據一個經修訂的模型公式計算得出，該模型公式詳情載於黃學元等人(2006)，「A framework for stress testing banks' credit risk」，《Journal of Risk Model Validation》，第2期，第1號，第3至23頁。本報告中所有的估計數字均不能與往期報告中的估計數字作嚴格比較。

[64] 除中國內地國內生產總值衝擊外，有關衝擊設定為與亞洲金融危機期間所見的衝擊相若。

考慮到尾端風險，銀行在受壓情況下的信貸虧損比率(置信水平為99.9%)介乎0.94%(利率衝擊)至2.08%(香港本地生產總值衝擊)之間，幅度雖然顯著，但仍低於亞洲金融危機後錄得的4.39%的貸款虧損。

圖5.25
模擬信貸虧損分佈的平均值及估計虧損風險值[1]



註：
1. 有關評估將2018年第2季的經濟狀況假定為當前環境。運用蒙地卡羅(Monte Carlo)模擬法得出各種情境下的信貸虧損分佈。
2. 基準情境：兩年期間並無出現衝擊。
3. 受壓情境：
   香港本地生產總值衝擊：香港的實質本地生產總值於2018年第3季至2019年第2季連續4季各自分別減少2.3%、2.8%、1.6%及1.5%。
   物業價格衝擊：香港的實質物業價格由2018年第3季至2019年第2季連續4季各自分別減少4.4%、14.5%、10.8%及16.9%。
   利率衝擊：實質利率(香港銀行同業拆息)於第1個季度(即2018年第3季)上升300基點，於第2及3個季度保持不變，於第4個季度(即2019年第2季)則再上升300基點。
   中國內地國內生產總值衝擊：年度實質國內生產總值按年增長率於1年內放緩至4%。

資料來源：金管局職員估計數字。

5.4 系統性風險

全球貿易衝突、美國加息步伐及地緣政治風險繼續令環球經濟前景蒙上陰影，金融市場的不明朗因素亦因而增加。若這些不明朗因素及風險加劇並於中長期持續，可能為香港銀行帶來多方面的挑戰。

首先，美國與其主要貿易夥伴之間的貿易衝突可能會影響美國的經濟及通脹前景，令美國加息步伐的不確定性增加。目前美國經濟已達至其產出潛力，進口價格上升導致通脹壓力增加，可能會加快美國利率正常化的步伐，並引致全球流動性趨緊。

第二，美國加息步伐快於預期，以及全球貿易衝突引致金融市場波動擴大及市場情緒不穩，可能會增加港元資金流向發生重大逆轉的風險，本港利率亦可能會因此而過度上升。

第三，中美貿易衝突加劇會對公司的財務狀況造成不利影響，在美國及中國內地有顯著業務的公司尤其首當其衝，加上美國加息步伐可能快於預期，兩項因素結合可能會令公司的償債能力面臨考驗。鑑於公司的槓桿比率持續上升，可能會對銀行的信貸風險管理構成壓力。

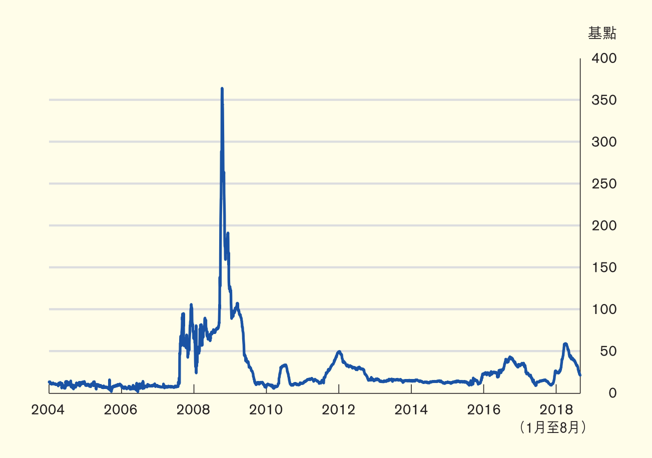
香港銀行業憑藉其充裕的流動資金及強勁的資本狀況，迄今仍保持穩健。然而，銀行應審慎評估這些風險因素對其流動性及信貸風險管理的長遠影響。

而在大西洋彼岸，與英國脱歐談判有關的不確定性增加，仍然是應密切監察的地緣政治風險之一。鑑於英國銀行體系在傳輸國際銀行資金流方面擔當極為重要的角色，且香港與英國兩地銀行業聯繫緊密，倘若英國脱歐談判導致英國與歐元區經濟體之間的跨境銀行資金流突然轉變，由此引致的溢出效應風險可能會對本港銀行業造成重大影響。

儘管圍繞英國脱歐談判的不確定性增加，但於回顧期內，銀行同業資金狀況並無明顯惡化。3個月美元倫敦銀行同業拆息與隔夜指數掉期利率[65]的息差(為反映短期美元融資市場中系統流動性風險的常用指標)由4月初的高峰值60個基點下跌至8月底的22個基點(圖5.26)。

[65] 隔夜指數掉期是一種利率掉期合約，其中浮息部份與每日隔夜利率指數掛鈎。合約雙方同意於合約到期時就合約期內某個約定名義數額的定息收入(按約定的固定利率累計)與浮息收入(按浮動利率累計)的差額進行交換。該固定利率是作為預期未來隔夜利率的代理指標。由於隔夜貸款涉及的信貸及流動性風險普遍較低，隔夜指數掉期利率包含的信貸及流動性風險溢價應該很小。因此，倫敦銀行同業拆息與隔夜指數掉期利率之間的息差一般能夠反映銀行同業市場的信貸及流動性風險。

圖5.26
3個月美元倫敦銀行同業拆息與隔夜指數掉期利率的息差



資料來源：彭博。

香港的逆週期緩衝資本(CCyB)

CCyB是國際商議協定出的《巴塞爾協定三》標準的一部分，目的是提升銀行業對與整體信貸增長過度相關的系統性風險的抵禦能力。香港現正按《巴塞爾協定三》的實施時間表逐步實施CCyB。金融管理專員於2018年1月10日公佈，由2019年1月1日起，香港適用的CCyB比率將由現時的1.875%上調至2.5%。[66] 根據分階段實施安排，《巴塞爾協定三》框架下最高的CCyB比率將由2018年1月1日開始生效的佔銀行風險加權資產總額的1.875%，上調至2019年1月1日的2.5%。[67]

在定出CCyB比率時，金融管理專員已考慮多項指標(表5.E)，包括「緩衝資本參考指引」(根據信貸與本地生產總值差距及物業價格與租金差距[68]為CCyB比率提供指引的衡量標準)。根據截至最新決定日期為止的資料，信貸與本地生產總值差距及物業價格與租金差距分別為15.8%及12.0%。這兩個差距皆維持在高位，而與緩衝資本參考指引作簡單配對，會顯示CCyB比率為2.5%，即為在不推行《巴塞爾協定三》分階段實施機制的情況下的現行CCyB比率。金融管理專員亦認為，緩衝資本參考指引提供的訊號與從其他參考指標得到的資訊一致。[69]

表5.E
香港適用的CCyB比率相關資訊

	2017年1月27日	2018年1月10日	2018年第2季
經發佈CCyB比率	1.875%	2.5%	
生效日期	01/01/2018	01/01/2019	
緩衝資本參考指引	2.4%	2.4%	2.5%
巴塞爾共用參考指引	2.5%	2.5%	2.5%
物業緩衝資本指引	2.0%	2.0%	2.5%
綜合CCyB指引	2.4%	2.4%	2.5%
CCyB參考上限	無	無	無
主要差距指標			
信貸／本地生產總值差距	11.5%	19.3%	15.8%
物業價格／租金差距	8.2%	8.3%	12.0%
主要壓力指標			
3個月香港銀行同業拆息利率與無風險利率指標的息差*(百分點)	0.75%	0.06%	0.60%
特定分類貸款比率季度變動(百分點)	0.01%	-0.06%	0.01%

註：
1. 各項CCyB指引的數值、CCyB比率參考上限，以及其各自的輸入變量，都是以相關檢討或發佈日之前可以取得的公開數據為依據，不一定是每季末可以取得的最新數據(有關各項變量的解釋，請參考《監管政策手冊》單元CA-B-1)。如果有CCyB發佈，發佈日期會顯示於相應列頂。如果沒有CCyB發佈，列頂則會顯示進行CCyB檢討的季度(通常接近季末)。
2. *金管局已檢討適當的無風險利率指標(先前定為「3個月隔夜指數掉期利率」)，並決定將銀行同業風險息差的定義修訂為3個月香港銀行同業拆息與3個月外匯基金票據收益率的息差，此修訂自2017年4月起生效。

資料來源：金管局。

表5.F載列銀行體系的主要表現指標。

[66] 有關決定的更多詳情，見2018年1月10日發出的「金融管理專員公佈香港適用的逆週期緩衝資本」載於金管局網站的新聞稿。

[67] 在《巴塞爾協定三》分階段實施安排下，2016年1月1日開始實施的CCyB比率的上限為0.625%，其後每年加0.625個百分點，直至2019年1月1日達到2.5%為止。

[68] 信貸與本地生產總值差距即信貸與本地生產總值比率偏離長期趨勢的差距，而物業價格與租金差距即住宅物業價格與租金比率偏離其長期趨勢的差距。

[69] 包括銀行、企業及個人的槓桿比率；償債能力；銀行業的盈利及資金狀況；以及各種宏觀經濟失衡的指標。

表 5.F
銀行體系的主要表現指標[1] (%)

	6/2017	3/2018	6/2018
利率			
1個月香港銀行同業拆息[2]（季度平均數）	0.40	0.84	1.23
3個月香港銀行同業拆息（季度平均數）	0.83	1.16	1.68
最優惠貸款利率[3]與1個月香港銀行同業拆息的差距（季度平均數）	4.60	4.16	3.77
最優惠貸款利率與3個月香港銀行同業拆息的差距（季度平均數）	4.17	3.84	3.32
綜合利率[4]	0.31	0.38	0.62
		所有認可機構	
資產負債表狀況[5]			
存款總額	2.4	1.2	0.4
港元	4.0	3.0	0.5
外幣	0.9	-0.6	0.2
貸款總額	5.4	3.6	1.6
本地貸款[6]	5.2	3.6	1.7
在香港境外使用的貸款[7]	5.9	3.7	1.4
可轉讓工具			
已發行可轉讓存款證	8.1	-5.6	-2.5
持有的可轉讓債務工具（不包括可轉讓存款證）	-1.7	5.9	1.1
資產質素			
佔貸款總額百分比[8]			
合格貸款	97.71	98.07	98.07
需要關注貸款	1.45	1.28	1.31
特定分類貸款[9]（總額）	0.84	0.65	0.61
特定分類貸款（淨額）[10]	0.47	0.34	0.32
逾期3個月以上的貸款及經重組貸款	0.61	0.48	0.40
中國內地相關貸款的特定分類貸款比率（總額）[11]	0.88	0.60	0.62
流動性比率（季度平均數，綜合）			
流動性覆蓋比率 — 適用於第1類機構	144.2	149.9	156.6
流動性維持比率 — 適用於第2類機構	49.7	50.3	51.3
		零售銀行	
盈利			
貸款減值撥備佔平均資產總額的比率（有關年度截至該月止以年率計）	0.08	-0.01	0.02
淨息差（有關年度截至該月止以年率計）	1.41	1.52	1.57
成本與收入比率（有關年度截至該月止）	40.7	36.5	37.3
		受訪機構	
資產質素			
住宅按揭貸款拖欠比率	0.03	0.02	0.02
信用卡貸款			
拖欠比率	0.25	0.22	0.22
撇帳率 — 按季年率計	2.08	1.64	1.65
— 有關年度截至該月止以年率計	1.93	1.64	1.60
		所有本地註冊認可機構	
資本充足比率（綜合）			
普通股權一級資本比率	15.1	15.0	15.3
一級資本比率	16.1	16.5	16.8
總資本比率	18.7	19.1	19.4

註：
1. 除非另有說明，否則所載數字僅反映香港辦事處的狀況。
2. 香港銀行同業拆息由香港銀行公會所公布。
3. 參考香港上海滙豐銀行有限公司所報利率。
4. 綜合利率是指銀行帳冊上所有港元附息負債的加權平均利率，這些負債包括客戶存款、銀行同業存款、可轉讓存款證及其他債務工具，以及港元不計息活期存款。詳細資料請瀏覽金管局網頁。
5. 季度變動。
6. 在香港使用的貸款及貿易融資。
7. 包括「其他」（即沒有指定用途的貸款）。
8. 數字涵蓋所有認可機構的香港辦事處及本地註冊認可機構的境外分行及境外主要附屬公司。
9. 特定分類貸款指列為「次級」、「呆滯」或「虧損」的貸款。
10. 已扣除特殊準備金／個別減值準備。
11. 數字涵蓋所有認可機構的香港辦事處及本地註冊認可機構的中國內地分行及附屬公司。

專題4
貸款組合的集中度對香港銀行信貸風險的影響

引言

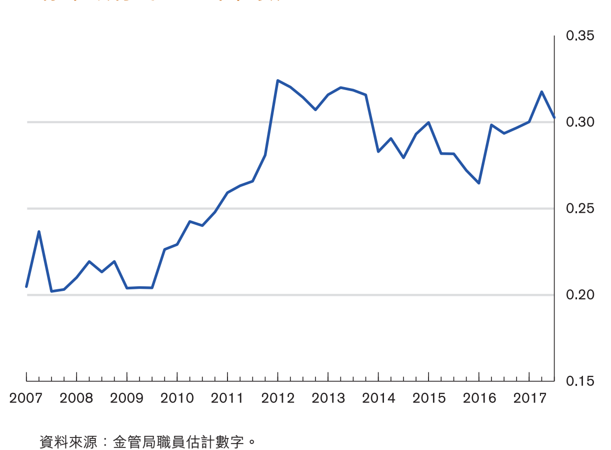
銀行貸款組合應否集中抑或是多元分散，在銀行業研究中尚未有定論。現代金融理論中的傳統觀點認為，行業集中度較高的信貸組合往往會有較高的信貸風險，原因是同一行業的信貸違約相關性較高。[70] 然而，較近期的研究發現，如果貸款集中在某些行業，銀行可掌握該行業的特定知識，提高其甄選和監察能力，從而降低其信貸風險。[71] 由於貸款組合集中所帶來的風險與貸款組合專門化所帶來的效益可能會互相抵銷，貸款組合集中度的淨影響因此並不清晰。為了闡明此重要政策問題，本專題以香港銀行業為例，用實證研究貸款組合的行業集中度對香港銀行信貸風險的淨影響。

實證研究框架及結果

我們的分析首先討論如何計算銀行貸款組合的集中度。然後，我們會套用計量經濟模型，以估算銀行的信貸風險（以銀行的特定貸款損失準備金與總貸款比率 $q_{i,t}$ 代表）如何受到貸款組合集中度和其他因素影響。

在是次研究中，我們採用了標準化的赫芬達爾—赫希曼指數（HHI）。該指數是一個於學術界中量度銀行貸款組合集中度的常用指標。為了制訂每家銀行的HHI，我們首先計算每個行業的貸款額佔該銀行貸款總額的比例，然後將每個行業貸款佔比的平方數字相加，再將總和標準化至[0,1]的值域。[72] 根據定義，如果銀行將其貸款組合僅集中於一個行業，HHI將會等於1。相反，一個完全多元化的貸款組合（即所有貸款行業的佔比相同）的HHI會等於其最小值0。圖B4.1顯示我們樣本銀行的HHI中位數。從圖中可見，自2010年起HHI中位數呈上升趨勢，意味著2008年全球金融危機後，香港銀行的貸款組合集中度平均而言有所上升。

圖 B4.1
樣本銀行的HHI中位數



資料來源：金管局職員估計數字。

若要從數據中單獨提取出銀行的HHI對 $q_{i,t}$ 的影響，就銀行貸款組合中的行業組合差異作出控制亦為之重要。因為即使兩家銀行的HHI水平相同，專注於風險較高行業貸款的銀行的 $q_{i,t}$ 很可能會高於另一家專注於低風險行業貸款的銀行。考慮到這點，我們採用Jahn等人（2016）的實證方法計算一個變數，用以反

[70] 支持此觀點的實證研究包括Bebczuk and Galindo (2007)，「Financial crisis and sectoral diversification of Argentine banks, 1999-2004」，《Applied Financial Economics》，第18(3)期，第199至211頁，以及Rossi等人(2009)，「How loan portfolio diversification affects risk, efficiency and capitalization: A managerial behavior model for Austrian banks」，《Journal of Banking and Finance》，第33(12)期，第2218至2226頁。

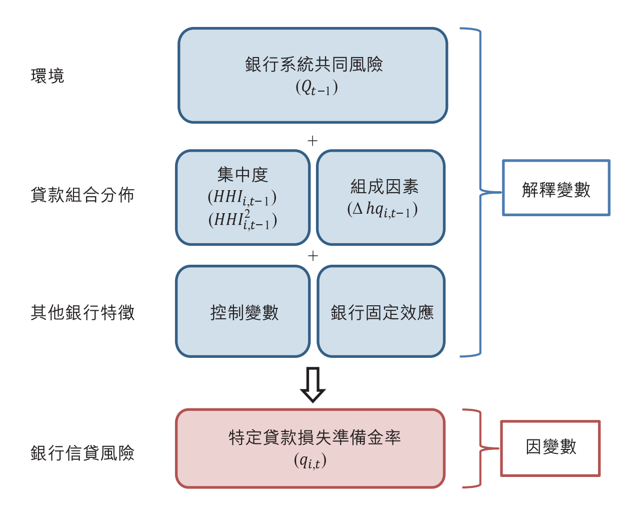
[71] 這些研究包括Jahn等人(2016)，「Banks' specialization versus diversification in the loan portfolio: New evidence from Germany」，《Schmalenbach Business Review》，第17期，第25至48頁，及Tabak等人(2011)，「The effects of loan portfolio concentration on Brazilian banks' return and risk」，《Journal of Banking and Finance》，第35(11)期，第3065至3076頁。

[72] $HHI_{i,t} = \left(\sum_j w_{i,j,t}^2 - 1/N\right)/(1 - 1/N)$，$w_{i,j,t}$ 是銀行 i 在時間點 t 時向行業 j 的貸款額於其總貸款額的佔比，而 N 是銀行可借出貸款的行業數目。在我們的數據中，如果其他在香港以外使用的貸款被歸類為貸款行業之一，則 N 等於34。值得注意的是，我們並無在香港以外使用的貸款按地區分類的數字。我們就此進行了一個穩健度分析，並且發現我們的實證結果在該分析中仍然有效。該分析將在香港以外使用的貸款分為兩個組別：(a)在中國內地使用的貸款（以對中國內地的對外貸款代表）及(b)其他在香港和中國內地以外地區使用的貸款。此穩健度分析的詳情將刊載於即將出版的香港金融研究中心工作論文中。

映單由銀行貸款組合的成分差異所產生的信貸風險差異。具體而言，該變數按照以下步驟計算。首先，根據某銀行的實際貸款組合，並應用銀行業每個貸款行業的平均貸款損失準備金率($Q_{j,t}$)，建立該銀行假設貸款組合的貸款損失準備金率($hq_{i,t}$)。然後，從$hq_{i,t}$中減去銀行業整體貸款組合(即基準組合)的平均整體貸款損失準備金率，所得的差除以後者，以構建組成因素($\Delta hq_{i,t}$)。[73]根據定義，正值的$\Delta hq_{i,t}$反映銀行傾向在貸款組合中側重風險較高的行業(相對於基準組合而言)，反之亦然。

為估計較高貸款集中度對$q_{i,t}$的淨影響，我們的基準模型同時以銀行的HHI和組成因素為解釋變數。我們亦加入銀行固定效應和銀行業平均整體貸款損失準備金率(Q_{t-1})；前者包含不可觀察、不會隨時間改變的銀行特徵，後者則反映了銀行的共同風險因素。圖B4.2顯示迴歸模型的結構。[74]

圖B4.2
實證模型的結構



於此基準模型下，若迴歸模型中HHI的系數為負數，則顯示較集中的貸款組合一般而言與較低貸款損失準備金率相關。這反映擁有較好的甄選和監察能力為銀行所帶來的專業化效益能足以抵銷了貸款組合集中所引致的風險上升有餘。我們亦考慮使用一個經修改的模型，此模型包括了HHI的平方項，以計及HHI和$q_{i,t}$之間的非線性關係。我們在兩個迴歸模型中都將所有解釋變數延後一個季度以緩解潛在的內生性問題。

這兩個迴歸模型使用香港資產規模最大的100家持牌銀行[75]由2000年第一季到2017年第三季[76]的季度面板數據組進行估算。銀行層面的數據是根據香港銀行向金管局提交的監管數據所構建。迴歸模型的估算結果如表B4.A所示。

表B4.A
較高貸款集中度對$q_{i,t}$的估計影響

解釋變數	(I)	(II)
$HHI_{i,t-1}$	$-^{***}$	$-^{***}$
$HHI^2_{i,t-1}$		$+^{***}$
$\Delta hq_{i,t-1}$	$+^{***}$	$+^{***}$
Q_{t-1}	$+^{***}$	$+^{***}$
銀行控制變數	有	有
銀行固定效應	有	有

註：
1. + (–)是指變數之間估算為正(負)相關。
2. ***，** 及 * 表示估計系數有1%，5%及10%的統計顯著水平。

資料來源：金管局職員估計數字。

整體而言，我們的估計結果顯示，在控制銀行貸款組合成分的差異及共同風險因素之後，貸款組合較為集中的銀行貸款損失準備金率一般會較低。同時，我們發現HHI平方數的估算系數顯著地為正數(即表B4.A第二行)，表明如果銀行先前的貸款組合已非常集中，貸款損失準備金率所受的邊際影響會較小。這可能反映較好的甄選和監控能力帶來的邊際效益有所遞減。

我們亦發現其他解釋變數的方向符合預期，尤其是將貸款組合側重於風險較高行業(相對於基準組合而言，即$\Delta hq_{i,t-1}$為正值)的銀行，如果其他因素保持不變，其貸款損失率會較高。估計結果亦表示共同風

[73] 由於假設組合和基準組合於每個貸款行業的平均貸款損失準備金率相同，因此$\Delta hq_{i,t}$有效反映銀行貸款組合與基準組合之間的行業組成部分的相對差異。

[74] 該模型亦包括一些控制變數，包括(1)銀行總資產的自然對數，(2)存款與資產比率及(3)貸款與資產比率。

[75] 資產規模指2016年底銀行的總資產。

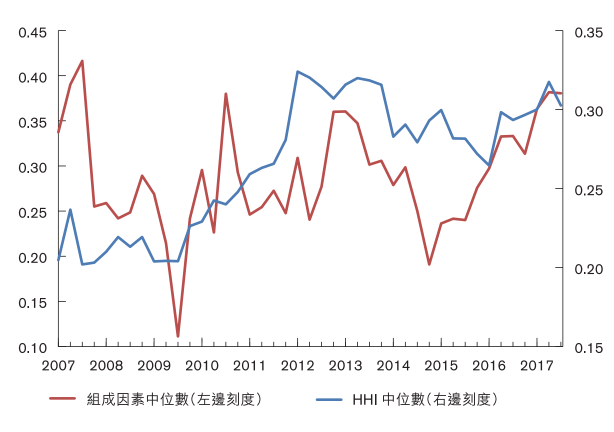
[76] 樣本銀行佔2017年9月底所有認可機構貸款總額的98%。

險因素 (Q_{t-1}) 與貸款損失準備金率之間存在顯著正關係，反映整體信貸風險環境於影響個別銀行貸款組合的信貸風險方面有關鍵作用。

金融危機後較高貸款集中度對銀行貸款損失準備金率的淨影響

雖然較高的HHI本身與銀行的貸款損失率存在負值關係，但其淨影響亦取決於銀行將貸款組合分配於風險較高行業的程度(由組成因素$\Delta hq_{i,t}$所代表)。圖B4.3顯示樣本銀行的HHI及組成因素的中位數隨着時間的發展。從圖中可見，HHI中位數(即藍線)由2010年3月底的0.23增至2017年9月底的0.30，而$\Delta hq_{i,t}$中位數(即紅線)於同一時期由0.30微升至0.38。這些變動反映全球金融危機之後，平均而言，香港的銀行將貸款業務略為側重於風險較高的行業。

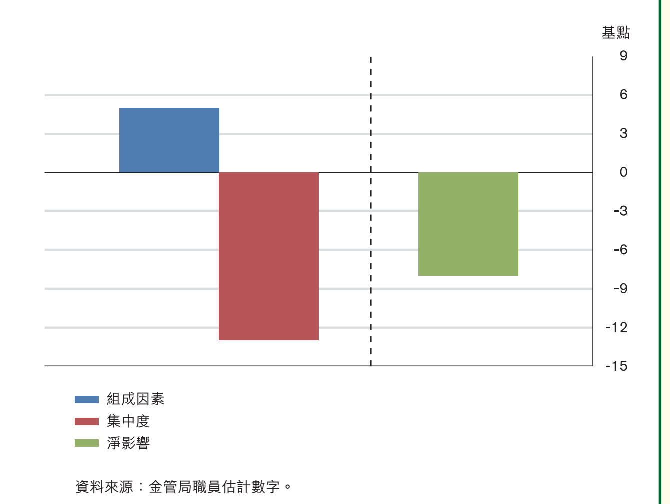
圖 B4.3
樣本銀行的 HHI 中位數及組成因素中位數



資料來源：金管局職員估計數字。

根據我們的估計結果，貸款集中度增加會使 $q_{i,t}$ 減少13個基點，足以抵銷估計因 $\Delta hq_{i,t}$ 上升而引致 $q_{i,t}$ 增加的5個基點有餘。整體而言，淨影響估計為使 $q_{i,t}$ 減少約8個基點(圖B4.4)。總括而言，我們的實證估計顯示，部分由於銀行的甄選及監察能力有所提高，金融危機後銀行貸款集中度的增加平均而言有助於提高銀行的資產質素。

圖 B4.4
2010 年 3 月至 2017 年 9 月期間貸款集中度及組成因素對貸款損失準備金率的淨影響



資料來源：金管局職員估計數字。

結論

實證結果顯示，銀行的甄選及監察能力或能因集中借貸予某些行業而得到提升，而其效益可緩解相關的集中度風險。此專題所帶出的其中一個關鍵意義，是在分析銀行風險時，我們應考慮到較高貸款集中度的潛在專業化效益，以便對銀行風險作出一個較為中肯的評估。

雖然此研究結果可部分紓緩金融危機後有關銀行貸款組合的行業集中度增加所引發的憂慮，但要注意貸款損失準備金率所受的淨影響亦取決於銀行將貸款組合分配到風險較高行業的程度。展望未來，銀行貸款組合的行業集中度及組成部分的變化應同時受到密切監察。此外，屬外生性質的共同信貸風險因素亦對銀行貸款信貸風險有關鍵影響。有鑑於此，銀行必須於信貸業務維持審慎的信貸風險管理及嚴格的審核標準。

詞彙

總結餘

商業銀行在中央銀行開設的結算戶口及儲備帳戶的結餘總額。在香港，總結餘是指銀行為結算銀行同業的收支及銀行與金管局之間的收支而在金管局開設的結算戶口結餘的總額。總結餘代表銀行同業流動資金水平，是貨幣基礎的一個組成部份。

認可機構

根據《銀行業條例》獲認可經營接受存款業務的機構。香港實行三級銀行發牌制度，分為持牌銀行、有限制牌照銀行及接受存款公司。

最優惠貸款利率

銀行用作釐定貸款利率的基準利率。在香港，最優惠貸款利率是釐定按揭貸款利率的參考基準。

負債證明書

財政司司長根據《外匯基金條例》發出的證明書，由發鈔銀行持有，為其發行的銀行紙幣提供支持。

綜合消費物價指數

這是指香港的整體消費物價指數。政府統計處以不同開支範圍的住戶為對象編製3項不同的消費物價指數。甲類消費物價指數的對象是開支在較低範圍的住戶，約佔本港全部住戶50%；乙類消費物價指數的對象是開支在中等範圍的住戶，約佔全部住戶30%；丙類消費物價指數的對象是開支在較高範圍的住戶，約佔全部住戶10%。綜合消費物價指數是根據上述所有住戶的整體開支模式編製，以反映整體消費物價通脹。

綜合利率

綜合利率是指銀行帳冊上所有港元附息負債的加權平均利率。這些負債包括客戶存款、銀行同業存款、可轉讓存款證及其他債務工具，以及港元不計息活期存款。綜合利率是根據約佔銀行體系總客戶存款九成的零售銀行所提供的資料編製。應注意綜合利率只反映平均利息支出，並未涵蓋借出貸款涉及的其他成本，如營運成本（如員工及租務支出）、信貸成本及對沖成本。

兌換保證

由中央銀行或貨幣發行局作出的承諾，表明會按某一固定匯率將本地貨幣兌換為外幣，或將外幣兌換為本地貨幣。在香港，金管局就每美元兌7.80港元的聯繫匯率作出強方及弱方兌換保證。根據強方兌換保證，金管局承諾會於7.75匯率水平從持牌銀行購入美元；根據弱方兌換保證，金管局則承諾會於7.85匯率水平向持牌銀行沽出美元。在7.75至7.85的兌換範圍內，金管局可選擇進行符合貨幣發行局原則的市場操作，以令貨幣與外匯市場得以暢順運作。

兑換範圍

由弱方及強方兑匯保證匯率為上下限的美元兑港元的匯率範圍，金管局可以在這個範圍內選擇進行符合貨幣發行局原則的市場操作。

外匯基金票據及債券

金管局為外匯基金發行的債務工具，並由外匯儲備提供十足支持。金管局已承諾只會在有資金流入的情況下才發行新的外匯基金票據及債券，以確保增發的外匯基金票據及債券得到外匯儲備的十足支持。自1999年4月1日起，貨幣基礎可跟隨外匯基金票據及債券所支付的利息數額相應增加，而所付利息是透過增發外匯基金票據及債券來吸納。由於支持貨幣基礎的美元資產所得的利息收入已為外匯基金票據及債券所付的利息提供支持，因此這項新措施符合貨幣發行局的規定。

貨幣基礎

中央銀行貨幣負債的一部份。貨幣基礎最基本的定義是流通貨幣（銀行紙幣及硬幣）與銀行體系存放在中央銀行的結餘（儲備結餘或結算餘額）的總和。在香港，貨幣基礎包括負債證明書（作為發鈔銀行發行的銀行紙幣的支持）、政府發行的流通紙幣及硬幣、銀行在金管局開設的結算戶口的結餘，以及外匯基金票據及債券。

名義及實質有效匯率

這是反映港元相對於一籃子主要貿易夥伴貨幣的整體匯價指標。名義有效匯率是港元與香港的主要貿易夥伴的貨幣匯率的加權平均數。實質有效匯率通過調整名義有效匯率而得出，其中考慮了有關貿易夥伴經季節因素調整後的消費物價相對變動。

本報告全文可於金管局網站 **www.hkma.gov.hk** 查閱。

香港金融管理局
香港中環金融街8號國際金融中心2期55樓
電話: (852) 2878 8196
傳真: (852) 2878 8197
電郵: hkma@hkma.gov.hk
www.hkma.gov.hk

ISSN 2222-1522（網上版）